

**UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA  
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS  
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO**

**JORGE LUIZ DOS SANTOS SILVA**

**CARACTERÍSTICAS DOS *CHIEF FINANCIAL OFFICER* E A INFLUÊNCIA NA  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS**

**PIRACICABA - SP  
2021**

**JORGE LUIZ DOS SANTOS SILVA**

**CARACTERÍSTICAS DOS *CHIEF FINANCIAL OFFICER* E A INFLUÊNCIA NA  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS**

Tese apresentada ao Curso de Doutorado em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para obtenção do título de Doutor em Administração.

Campo de Conhecimento: Finanças e Controladoria.

Orientadora: Profa. Dra. Maria Imaculada de Lima Montebello

**PIRACICABA  
2021**

Ficha Catalográfica elaborada pelo Sistema de Bibliotecas da UNIMEP  
Bibliotecário: Fábio Henrique dos Santos Corrêa – CRB: 8/10150

S586c Silva, Jorge Luiz dos Santos  
Características dos Chief Financial Officer e a influência na estrutura de capital das empresas familiares brasileiras / Jorge Luiz dos Santos Silva. – 2021.  
118 fls.; il.; 30 cm.

Orientador (a): Prof. Dra. Maria Imaculada de Lima Montebello.  
Tese (Doutorado) – Universidade Metodista de Piracicaba, Programa de Pós-Graduação em Administração, Piracicaba, 2021.

1. Teoria do alto escalão. 2. Empresa familiar. 3. Estrutura de capital. I. Montebello, Maria Imaculada de Lima. II. Título.

CDD – 658.15025

**JORGE LUIZ DOS SANTOS SILVA**

**CARACTERÍSTICAS DOS *CHIEF FINANCIAL OFFICER* E A INFLUÊNCIA NA  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS**

Tese apresentada ao Curso de Doutorado em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para obtenção do título de Doutor em Administração.

Campo de Conhecimento: Finanças e Controladoria.

Orientadora: Profa. Dra. Maria Imaculada de Lima Montebello

Data da Defesa: 26 / 02 / 2021.

Banca Examinadora:

---

Profa. Dra. Maria Imaculada de Lima Montebello  
Orientadora - UNIMEP

---

Prof. Dr. Thel Augusto Monteiro - UNIMEP

---

Profa. Dra. Fabíola Cristina Ribeiro de Oliveira  
UNIMEP

---

Profa. Dra. Maria José Machado de Camargo  
UNISAL

---

Profa. Dra. Lumila Souza Girioli Camargo  
UNIP

## DEDICATÓRIA

Dedico esta tese  
aos meus amados pais, João e Maria, e a todos os meus parentes,  
em especial minha esposa Osmarli, às minhas filhas Daniela e Rafaella.  
à mais nova integrante da família, minha neta Eloah,  
a meu genro Anderson e minha sogra, cunhados e demais familiares,  
aos amigos de coração, que sempre foram e sempre serão  
as razões da minha existência, da minha força,  
das minhas lutas e das minhas vitórias.

“Faça o teu melhor, na condição que você tem,  
enquanto você não tem condições melhores,  
para fazer melhor ainda!”

“O impossível não é um fato: é uma opinião”.

Mario Sergio Cortella.  
Filósofo, escritor e professor universitário.

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, a Deus pelo dom da vida e saúde para eu atingir mais um objetivo de desenvolvimento intelectual, profissional e pessoal.

Aos meus pais João Batista e Maria Joana, pelo exemplo de retidão e caráter. À minha esposa Osmarli e às minhas filhas Daniela e Rafaella, por servirem de base para eu progredir e atingir os objetivos traçados. E a todos os demais componentes da minha família, que mesmo a distância, sempre torceram por mim: irmãs, irmãos, tios, tias, sobrinhos, sobrinhas, primos, primas e amigos.

À Universidade Metodista de Piracicaba, em particular ao meu ex-orientador Prof. Clóvis Luis Padoveze (*in memoriam*); à minha orientadora professora Maria Imaculada de Lima Montebello, pelos desafios que enfrentou ao assumir as orientações em curso, e aos (às) professores (as) Pedro Domingos Antonioli, Valéria Rueda Elias Spers, Dalila Alves Corrêa, Maria José Machado de Camargo, Thel Augusto Monteiro e Dagmar Silva Pinto de Castro, não posso deixar de dizer a todos vocês “Muito Obrigado”.

Aos amigos que fiz na Unimep, Erick, Marli, Aracelis, Cleyton, Marluz, Wanderson, pela troca de experiências e pelos aprendizados com cafés na sala de aula durante os intervalos das disciplinas cursadas e, em especial ao José Erasmo, que me auxiliou no uso do *software Stata*, além das conversas sobre as análises das regressões lineares múltiplas. Meus amigos de turma foi uma grande honra conhecê-los, não tenho palavras para agradecer-lhes.

Agradeço imensamente aos membros da banca de qualificação e defesa de Doutorado, Profa. Dra. Maria José Machado de Camargo, Prof. Dr. Thel Augusto Monteiro, Profa. Dra. Fabíola Cristina Ribeiro de Oliveira e Profa. Dra. Lumila Souza Girioli Camargo, por terem contribuído significativamente com sugestões para meu trabalho.

Às funcionárias da Unimep, Maria Inês Verdicchio Paiva e Silmara Mendes Pachiani sempre prestativas em minhas necessidades e solicitações, “meu muito obrigado”.

Enfim, a todos que direta e indiretamente contribuíram para a elaboração desta pesquisa de doutorado.

Muito obrigado!

## RESUMO

O presente estudo tem como objetivo analisar a influência das características observáveis dos *Chief Financial Officer* (CFOs), na estrutura de capital das empresas familiares brasileiras, já que diversos estudos têm apontado que a influência dos CFOs na alavancagem corporativa é pelo menos tão grande quanto a dos *Chief Executive Officer* (CEOs). Foi realizada a integração das Teorias: I) do Alto Escalão (*Upper Echelons Theory*), que preconiza que os valores, as experiências e as personalidades do *Top Management Team* (TMT) influenciam nas escolhas estratégicas dos mesmos; II) da estrutura de capital das empresas, *trade-off* (TOT) que pressupõe a existência de um nível ótimo de endividamento e *pecking order* (POT) que considera a existência de uma hierarquização das fontes de capital das empresas. Tudo isso com o foco no endividamento das empresas familiares brasileiras. Trata-se de um estudo descritivo, realizado por meio de análise documental e abordagem quantitativa. Foram testadas quatro hipóteses de modelos teóricos por meio de regressão linear múltipla através de dados em painel nos métodos dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) com a utilização do *software Stata 14*. A amostra foi composta por 33 empresas familiares brasileiras com ações listadas no segmento do Novo Mercado da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2013 a 2019, após serem excluídas as empresas financeiras e de utilidade pública. Coletou-se os dados no formulário de referências e na base de dados Economática®. As características observáveis dos CFOs analisadas foram: idade, experiência profissional, tempo no cargo e nível educacional (variáveis independentes), já na estrutura de capital das empresas foram analisados o endividamento total contábil, endividamento de longo prazo contábil e o endividamento de curto prazo contábil (variáveis dependentes). As variáveis de controle referente às empresas foram: tamanho, idade, lucratividade, tangibilidade, risco de falência e oportunidade de crescimento. Entre os principais resultados pode-se destacar que nas 33 empresas familiares foram encontrados 66 CFOs, onde 98,5% são não familiares e do gênero masculino. Em relação à variável idade dos CFOs, constatou-se que ela possui significância estatística e exerce influência positiva nos três tipos de endividamentos das empresas familiares brasileiras. Os resultados ainda apontam que a experiência profissional dos CFOs apresenta significância estatística e influência negativa nos endividamentos total contábil e de longo prazo contábil das empresas, já no endividamento de curto prazo contábil a experiência profissional não demonstrou significância estatística. As variáveis tempo no cargo e nível educacional dos CFOs não apresentaram significâncias estatísticas em nenhum dos três tipos de endividamentos. Das variáveis de controle apenas tangibilidade e risco de falência apresentaram significâncias estatísticas. Por fim, esta tese buscou adicionar contribuições à literatura com evidências empíricas visando ampliar o conhecimento relativo ao cenário brasileiro, buscando reduzir a lacuna existente sobre as implicações da teoria do alto escalão na estrutura de capital das empresas familiares brasileiras, bem como fornecer subsídios para futuros trabalhos acadêmicos e, ainda, auxiliar na estratégia das empresas na composição de suas equipes de gestão.

Palavras-chave: Teoria do Alto Escalão; Empresa Familiar; Estrutura de Capital.

## ABSTRACT

The present paperwork aims to analyze the influence of observable features of the Chief Financial Officer (CFOs), on the capital structure of Brazilian's Family Businesses, since many studies have checked that the influence of the CFOs on the corporate leverage is as significant as the Chief Executive Officers' (CEOs). It was considered the integration of the Theories: I) Upper Echelons Theory, that establishes that the values, experiences and personalities of the Top Management Team (TMT) influence on their strategic choices; II) the Companies' capital structure, Trade Off Theories (TOT) that assume the existence of a good level of indebtedness and Pecking Order (POT), that considers the existence of an hierarchy of the companies' source of capital. All of this focusing on the indebtedness of Brazilian's Family businesses. It is a descriptive study, performed by documental analysis and quantitative approach. Four hypotheses of theoretical models weretested by means of multiple linear regression using panel data in the Ordinary Least Squares (OLS) and Generalized Least Squares (GLS) method using the software Stata 14. 33 Brazilian familiar businesses composed the sample with shares listed on the New Market of Brazil segment, Stock Exchange, B3, in the period 2013 to 2019, after being excluded financial companies and public services. Data have been collected on the reference forms and Economática® data base. The observable characteristics of the CFOs analyzed were: age, professional experience, time in office and educational level (independent variables), while in the companies' capital structure were analyzed: the total accounting indebtedness, long term accountable indebtedness and short term accountable indebtedness (dependent variables). The control variables referring to the companies were: size, age, profitability, tangibility, bankruptcy risk and growth opportunity. Among the main results, we may highlight that in the 33 family businesses were found 66 CFOs, where 98,5% were not family and male. When it comes to the age of the CFOs, it was found that it has a statistic importance and has a positive influence on the three kinds of indebtedness of Brazilian familiar businesses. The results point out that the professional experience of the CFOs presents statistic significance and negative influence on the total and long term accountable indebtedness, and when it comes to the short term indebtedness the professional experience didn't show a statistic importance. The variable time in office and educational level of the CFOs didn't show statistic significance in any of the three kinds of indebtedness. The variables of control only tangibility and bankruptcy risk showed statistic significance. In conclusion, this theses aimed to add contributions to the literature with empiric evidences to expand the knowledge of the Brazilian scenery, to reduce the gap about the Upper Echelons Theory on the structure of the Brazilian family companies, such as to provide grants to future academic works and, further, assist in the strategy of the companies in the composition of their management teams.

Keywords: Upper Echelons Theory; Family Business; Capital Structure.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Modelo conceitual da Teoria dos Escalões Superiores.....	27
Figura 2 - Testes para escolha do modelo de regessão.....	63
Figura 3- <i>Olibby box</i> da pesquisa.....	66

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Definição de empresas familiares.....	33
Quadro 2 - Estrutura de propriedade e Controle familiar.....	40
Quadro 3 - Gestão familiar e endividamento da empresa familiar.....	43
Quadro 4 – Regras do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.....	54
Quadro 5 - Critérios para classificação das empresas familiares.....	57
Quadro 6 – Diagnóstico das hipóteses.....	65
Quadro 7 – Modelos de regressões lineares múltiplas usados no estudo.....	65
Quadro 8 – Definições dos dados usados nas regressões lineares múltiplas.....	65
Quadro 9 – Matriz Metodológica.....	74
Quadro 10 – Resumo dos testes de estimadores do modelo.....	79
Quadro 11 – Matriz de correlação (33 empresas).....	80

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Determinação da amostra inicial.....	56
Tabela 2 - Quantidade de empresas familiares por setor.....	57
Tabela 3 - Variáveis dependentes.....	67
Tabela 4 - Variáveis independentes.....	68
Tabela 5 - Variáveis de controle.....	73
Tabela 6 - Relação esperada das variáveis de controle sobre o endividamento.....	73
Tabela 7 - CFOs por empresa familiar.....	75
Tabela 8 - Origem e gênero dos CFOs das empresas familiares.....	75
Tabela 9 - Idade dos CFOs por faixa etária.....	76
Tabela 10 - Idade dos CFOs por geração.....	76
Tabela 11 – Nível de formação educacional do CFO.....	76
Tabela 12 - Estatística descritiva das variáveis independentes.....	77
Tabela 13 - Estatística descritiva das variáveis dependentes e controle.....	77
Tabela 14 - Teste de Multicolinearidade (VIF).....	80
Tabela 15 - Resultado da regressão – Endividamento Total Contábil.....	82
Tabela 16 - Resultado da regressão – Endividamento de Longo Prazo.....	85
Tabela 17 - Resultado da regressão – Endividamento de Curto Prazo.....	87

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

BM&FBOVESPA - Bolsa de Mercadorias e Futuros & Bolsa de Valores de São Paulo

CEO - *Chief Executive Officer*

CFO - *Chief Financial Officer*

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

MBA - *Master of Business Administration*

TMT - *Top Management Team*

MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

TES - *Upper Echelons Theory*

PIB - Produto Interno Bruto

TOT - *Trade-off Theory*

POT - *Pecking Order Theory*

S&P - *Standard and Poor's*

ROA - *Return on asset*

ROE - *Return on equity*

SEBRAE - Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

STATA - *Statistical Analysis Software*

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>16</b>
1.1. Contextualização .....	16
1.2. Problema de pesquisa .....	21
1.3. Objetivos .....	22
1.4. Hipóteses e Tese.....	22
1.5. Justificativa e contribuições.....	23
1.6. Delimitações da pesquisa .....	24
1.7. Estrutura da tese .....	24
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>26</b>
2.1. Teorias do Alto Escalão .....	26
2.1.1. <i>Top Management Team</i> (TMT) .....	29
2.1.2. Características observáveis dos executivos do alto escalão (TMT) .....	30
2.1.2.1. Idade.....	30
2.1.2.2. Experiência profissional.....	31
2.1.2.3. Tempo no cargo.....	31
2.1.2.4. Nível de educacional.....	32
2.2. Empresas familiares.....	32
2.2.1. Definição e Caracterização de Empresa Familiar.....	33
2.2.2. Estrutura de propriedade e controle familiar.....	36
2.2.3. Gestão familiar e endividamento.....	40
2.3. Estrutura de Capital.....	43
2.3.1. Teoria do <i>Trade-Off</i> (TOT).....	44
2.3.2 Teoria da <i>Pecking Order</i> (POT).....	46
2.3.3 Teoria da Agência.....	47
2.4 Estudos correlatos e desenvolvimento das hipóteses.....	49
2.4.1 A idade do <i>Chief Financial Officer</i> (CFO).....	49
2.4.2 Experiência Profissional do <i>Chief Financial Officer</i> (CFO).....	50
2.4.3 Tempo no cargo do <i>Chief Financial Officer</i> (CFO).....	51
2.4.4 Nível Educacional do <i>Chief Financial Officer</i> (CFO).....	52
2.5 Novo Mercado da BM&FBOVESPA, atual B3.....	53
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>55</b>
3.1 Caracterização da pesquisa, população e amostra .....	55
3.2 Coleta de Dados.....	57
3.3 Técnica estatística .....	58
3.3.1 Estatística descritiva.....	58
3.3.2 Dados em painel.....	59

3.3.3 Multicolinearidade e heterocedasticidade.....	60
3.3.4 Modelos de regressão com dados em painel.....	62
3.3.4.1 Seleção do modelo de regressão com dados em painel.....	63
3.3.5 Modelo econométrico.....	65
3.4 Definição operacional das variáveis.....	66
3.4.1 Variável dependente.....	66
3.4.2 Variáveis independentes.....	67
3.4.3 Variáveis de controle.....	69
<b>4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS DA PESQUISA.....</b>	<b>75</b>
4.1 O perfil dos CFOs das empresas familiares.....	75
4.2 Análise descritiva dos resultados.....	77
4.3 Análise das hipóteses da pesquisa .....	78
4.3.1 Testes aplicados .....	78
4.4 Análise das Regressões com Dados em Painel.....	81
4.4.1 Regressão do endividamento total contábil (ETC).....	81
4.4.2 Regressão do endividamento de longo prazo contábil (ELP).....	84
4.4.3 Regressão do endividamento de curto prazo contábil (ECP).....	86
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>89</b>
5.1. Limitações do estudo e recomendações para futuras pesquisas.....	91
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>92</b>
<b>APÊNDICE: Empresas Familiares selecionadas para o estudo.....</b>	<b>118</b>

## I INTRODUÇÃO

Este capítulo destina-se a apresentar a contextualização do tema e o problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos, bem como a justificativa, delimitação, relevância e a estrutura do estudo.

### 1.1. Contextualização

As empresas familiares, de acordo com La Porta et al., (1999), Ling et al., (2012) e Motylska-Kuzma (2017), são as estruturas organizacionais presentes na maioria das economias do mundo e desempenham um papel fundamental, exercendo influência sobre o ambiente econômico-social. Para Villalonga e Amit (2006); Mazzi (2011), elas possuem características predominantes e peculiares, marcadas pelo envolvimento da família no controle, na propriedade e na gestão. Assim, Donnelley (1967, p. 161) considera “familiar a empresa que tenha estado ligada a uma família pelo menos durante duas gerações e com ligações familiares que exerçam influência sobre as diretrizes empresariais, os interesses e os objetivos da família”.

Segundo Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Lodi (1998); Affonso (2014); Oro, Beuren e Hein (2009), as empresas familiares podem apresentar pontos fortes, como sistema de decisão mais ágil e cultura mais forte vindos dos valores familiares, e também fraquezas e desafios tais como conflitos de interesses entre família e empresa ou entre os membros da família na disputa de poder, muitas vezes gerando problemas de sucessão, relacionamento familiar e financeiros.

Moussa e Elgiziry (2019) afirmam que as empresas controladas por famílias são uma forma única de negócios devido à natureza especial de sua estrutura acionária, estilo de gerenciamento e necessidades de financiamento. Assim, para Oro, Beuren e Hein (2009), é necessário compreender que as empresas familiares são concebidas com uma estrutura de capital própria, que financia os ativos e proporciona investimentos para o desenvolvimento de suas atividades.

A estrutura de capital de uma empresa para Barberis e Thaler (2003) é representada pela composição das fontes de financiamentos de longo prazo da mesma, oriundas de capital próprio e capital de terceiros. Dessa forma, nas palavras de Pereira (2017, p. 45), “o grau de endividamento mostra a política de obtenção de recursos da organização, isto é, se ela utiliza recursos próprios ou de terceiros e qual a proporção de cada um”. Oliveira (2015) argumenta que as decisões sobre qual a fonte de financiamento utilizar, ou a sua proporção é um dos temas que tem gerado grande controvérsia nas últimas décadas.

Segundo Lunkes et al., (2019), a forma como a empresa estrutura essa composição pode gerar diferentes impactos no resultado final. Assim, de acordo com Oro, Beuren e Hein (2009) e Gitman (2010), decisões inadequadas sobre estrutura de capital podem resultar em um alto custo de capital. Dessa forma para Assaf Neto (2007) a questão do uso dos capitais é escolher a melhor proporção entre os de terceiros e o próprio, formadora de uma estrutura que potencialize os resultados, minimizando os custos totais.

Biagni (2003), Ceretta et al., (2009), argumentam que a estrutura de capital da empresa pode determinar a sua continuidade, sendo responsabilidade da alta administração a decisão de utilizar ou não o capital de terceiros. Nesse contexto, Segura (2012, p. 23) afirma que:

A decisão sobre a estrutura de capital é de competência do CEO, do CFO e, em muitas empresas, do Presidente do Conselho de Administração. Entende-se, portanto, que um desses gestores, *caso possua um comportamento conservador ou excessivamente confiante*, v.g., irá transmitir esse comportamento em suas decisões financeiras, fazendo com que a estrutura de capital da empresa reflita suas visões e seu estilo gerencial.

Assim, para Ting et al., (2015) e Cavalcanti et al., (2016), as características da alta administração despontam como variáveis determinantes da estrutura de capital na medida em que pode impactar o estilo de gestão adotado, e conseqüentemente, a composição das fontes de financiamento das empresas.

Nessa perspectiva, as características psicológicas (bases cognitivas e valores pessoais) e observáveis (idade, tempo no cargo, posição financeira, educação, gênero, experiência profissional, entre outras), que funcionam como filtro na realização de seus processos de julgamentos, interpretações e decisões, podem explicar diferenças importantes no processo de decisão estratégica das empresas (HAMBRICK; MASON, 1984; PEGELS; YANG, 2000;

HAMBRICK, 2007). Influenciadas pela realidade construída e que leva a comportamentos e escolhas estratégicas diferentes (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1996).

Visto que, de acordo com a Teoria do Alto Escalão ou dos Escalões Superiores (TES) (*Upper Echelons Theory*) (HAMBRICK; MASON, 1984), os executivos do alto escalão (*Top Management Team - TMT*) são apontados como um dos principais recursos determinantes para o alcance do sucesso ou fracasso das organizações. Isto ocorre em razão de a estratégia adotada pelo TMT e sua eficácia serem reflexos das bases cognitivas e comportamentais do grupo de altos executivos, identificados como coalizão dominante na organização (CYERT; MARCH, 1963; CARPENTER; GELETKANYCZ; SANDERS, 2004; HAMBRICK, 2007).

Conforme Minichilli et al., (2010), Binacci (2013), Donald e Hambrick (2015), Steven e Amason (2017), o TMT é constituído, principalmente, pelo *chief executive officer (CEO)*, *Chief Financial Officer (CFO)*, Diretor Presidente, e por todos os demais executivos do conselho de administração e / ou se reportando diretamente ao CEO da empresa, já que, segundo Carpenter, Geletkanycze Sanders (2004), Tulung e Ramdani (2016), eles fornecem uma interface entre a empresa e seu ambiente, sendo relativamente poderosos e as suas escolhas e ações provavelmente terão impacto na organização como um todo.

Por isso, com o foco na empresa familiar, D’Allura e Bannò (2018, p. 4) definem um “TMT da família como uma equipe de alta gerência, na qual a influência da família, em termos de objetivos, aspirações e emoções, é levada em consideração e molda efetivamente as decisões estratégicas e organizacionais”. Dessa forma, de acordo com as descobertas de Gallo e Vilaseca (1998), os membros das famílias na posição de CFOs são mais poderosos e têm maiores influências nas decisões estratégicas do que os CFOs não familiares.

Contudo, sob a perspectiva de Filbeck e Lee (2000), Hiebl (2013a; 2014), Lutz e Schraml (2012) em uma empresa familiar, o cargo de diretor financeiro (CFO) é geralmente o primeiro para o qual um gerente não familiar é contratado. Lutz e Schraml (2012) postulam que uma possível explicação é o conhecimento específico de finanças necessário para esse cargo e a falta de um membro da família com o histórico necessário. No entanto, situação dessa natureza não ocorre de maneira generalizada, pois, para Goes et al., (2017. P. 199) “Algumas empresas familiares contam com gestores altamente qualificados e que praticam a tomada de decisão analítica (em detrimento da alegação de que gestores familiares apenas tomam decisões intuitivas)”.

Na visão de Hiebl (2013c), Lutz e Schraml (2012), os CFOs não familiares podem trazer um valioso conhecimento para a empresa familiar e reduzir o seu risco financeiro. Segundo Filbeck e Lee (2000); Di Giuli et al., (2011); Caselli e Di Giuli (2010), eles podem ajudar a profissionalizar as práticas financeiras, contábeis e melhorar o desempenho, além de enriquecer o conjunto de recursos das mesmas (HIEBL, 2014). Porém, para Hiebl (2013c) as empresas familiares temem a perda de independência e controle, pois problemas clássicos de agência podem aparecer devido à separação (parcial) de propriedade e controle (FAMA; JENSEN, 1983).

Dessa forma, a integração dos CFOs não familiares geralmente representa um grande desafio para as empresas familiares e as famílias controladoras (KLEIN; BELL, 2007). Gallo e Vilaseca (1998) descobriram que essas empresas não possuem mecanismos de controle eficientes para os CFOs não familiares e, portanto, delegam menos poder de decisão aos mesmos. Assim, para Hiebl (2014), é necessário que eles se adaptem às características específicas de governança prevalentes nas empresas familiares e atuem de acordo com os objetivos organizacionais. Contudo, para Lutz e Schraml (2012) consideram que os proprietários devem se esforçar a fim de estabelecer estruturas de incentivos apropriadas para os CFOs não familiares.

Frank e Goyal (2007), Girigori (2013) verificaram que a influência dos CFOs na alavancagem corporativa é pelo menos tão grande quanto a dos CEOs. Duong e Evans (2016), Duong, Evans e Truong (2020), Jiang et al., (2010), Chava e Purnanandam (2010) apontam que a influência dos CFOs na gestão financeira das empresas pode ser mais forte do que a dos CEOs, por eles terem maior proximidade com as informações financeiras, e também se ocuparem com outros assuntos estratégicos (GE; MATSUMOTO; ZHANG, 2011). Dessa forma, Hiebl (2013a) afirma que as publicações orientadas para a prática sugeriram recentemente um movimento no papel do CFO em direção a um foco mais estratégico.

Conseqüentemente, em muitas empresas o CFO é cada vez mais visto ao lado do CEO com frequência liderando ativamente o curso estratégico das mesmas (MARTÍNEZ FRANCO et al., 2017; DATTA; ISKANDAR-DATTA, 2014), supervisionando e gerenciando os sistemas de informações e relatórios, enquanto o CEO ocupa a posição do principal responsável pela geração de valor para os acionistas (FRIEDMAN, 2014). Portanto, o CFO se torna o responsável por criar uma política financeira sustentável para salvaguardar a existência e a independência da empresa em longo prazo (LUTZ; SCHRAML, 2012).

Contudo, nas últimas décadas, estudos internacionais (BARKER; MUELLER, 2002; KOR, 2006; FRANK; GOYAL, 2007; GIRIGORI, 2013; TING et al., 2015; MATEMILOLA et al., 2018) e nacionais (BORTOLUZZI et al., 2016; CAVALCANTI et al., 2018; LUNKES et al., 2019) relacionaram as características observáveis do TMT com a estrutura de capital das empresas, embora esses estudos concentrem-se quase que exclusivamente no papel dos CEOs. Em suma, nas últimas décadas, encontraram-se poucos estudos com o foco nas características observáveis dos CFOs (MICHELON; LUNKES; BORNIA, 2020).

Diante da importância numérica, social e econômica das empresas familiares, nos últimos anos diversos estudos têm investigado a estrutura de capital das mesmas, com maior concentração no endividamento. Para Pamplona, Dal Magro e Silva (2017), esses estudos são essenciais para se perceber o funcionamento desse tipo de organização. No entanto, segundo Hernández-Linares, Sarkar e Cobo (2018), não se observou na literatura unanimidade nos resultados dos estudos.

Alguns estudos mostraram que as empresas familiares têm um endividamento superior ao das não familiares (MAZAGATOS; PUENTE; CASTRILLO, 2007; DALLABONA et al., 2010; ACEDO-RAMÍREZ; AYALA-CALVO; NAVARRETE-MARTÍNEZ, 2017; THIELE; WENDT, 2017; DIÉGUEZ-SOTO; LÓPEZ-DELGADO, 2018; LÓPEZ-DELGADO; DIÉGUEZ-SOTO, 2018; MOUSSA; ELGIZIRY, 2019). A posição dos estudiosos é justificada pelo receio de se perder o controle empresarial, assim, essas empresas preferem um nível de endividamento relativamente superior, de modo a limitar as tentativas de aquisição por parte dos acionistas externos, buscando manter a propriedade na família (YOUSAF; ALI; HASSAN, 2019; PESTANA, 2017). Essa aversão à abertura de capital pode forçar o recurso do endividamento para financiar suas estratégias e honrar seus compromissos (MAZAGATOS; PUENTE; GARCÍA, 2009), exigindo, muitas vezes, altos financiamentos que podem aumentar o perfil de risco da empresa (MILLER; LE BRETON-MILLER; LESTER, 2010).

Contudo, outros estudos sobre o endividamento das empresas familiares encontraram resultados contrários, nos quais elas têm um endividamento menor do que as não familiares (MCCONAUGHY; MATTHEWS; FIALKO, 2001; LÓPEZ-GRACIA; SÁNCHEZ-ANDÚJAR, 2007; AMPENBERGER et al., 2011; AMPENBERGER; BENNEDSEN; ZHOU, 2012; SEGURA, 2012; GONZÁLEZ et al., 2013; SEGURA; FORMIGONI, 2014; KAYO; BRUNALDI; ALDRIGHI, 2018; RAMALHO, RITA; DA SILVA, 2018), já que as

familiares são prudentes e até relutantes em recorrer às dívidas, evitando aumentar a probabilidade de uma potencial perda de controle diante de possíveis situações financeiras desfavoráveis (MAZAGATOS; PUENTE; GARCÍA, 2009), o que pode ocasionar a perda da liberdade para definir suas políticas de negócios, especialmente por condições impostas pelos bancos em virtude dos financiamentos (GALLO; TAPIES; CAPPUYNS, 2004).

Sob a referida perspectiva, as empresas familiares, em razão de possuírem maior aversão ao risco, tendem a ser mais cautelosas do que as não familiares; assim, a busca pela proteção do patrimônio familiar faz com que o gestor evite operações de risco elevado (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2007), preferindo um risco menor para garantir um desempenho estável ao longo do tempo (PATEL; COOPER, 2014).

Entres as teorias sobre a estrutura de capital das empresas, pode-se destacar a teoria do *trade-off* (TOT) (MYERS, 1984) que pressupõe a existência de um nível ótimo de endividamento, e também a teoria do *pecking order* (POT) (MYERS; MAJLUF, 1984; MYERS, 1984) que consideram a existência de uma hierarquização das fontes de capital das empresas.

Pamplona, Dal Magro e Silva (2017) verificaram que as empresas familiares brasileiras e portuguesas possuem vieses tanto da teoria *trade-off* como da *pecking order*. Porém, no Brasil, é mais evidente a teoria *trade-off*, em que o maior endividamento com terceiros proporciona melhor desempenho econômico; em Portugal, evidências apontam majoritariamente para a teoria de *pecking order*, em que o uso do capital próprio proporciona melhor desempenho econômico.

## **1.2 Problema de Pesquisa**

O presente estudo visa integrar a Teoria do Alto Escalão (*Upper Echelons Theory*) (HAMBRICK; MASON, 1984) com as teorias da estrutura de capital das empresas, especificamente, teorias do *trade-off* (TOT) (MYERS, 1984) e *pecking order* (POT) (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984), buscando analisar a influência das características observáveis do *Chief Financial Officer* (CFO) sobre o endividamento das empresas familiares brasileiras, levando à seguinte questão de pesquisa:

**De quais formas a idade, a experiência profissional, o tempo no cargo e a formação do CFO influenciam o nível de endividamento das empresas familiares listadas no segmento do Novo Mercado da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período entre 2013 e 2019?**

### **1.3 Objetivos**

#### **1.3.1 Objetivo Geral**

Analisar qual a influência das características observáveis (idade, experiência profissional, tempo no cargo e nível de formação), dos *Chief Financial Officer* (CFO) sobre o endividamento das empresas familiares brasileiras listadas no segmento do Novo Mercado da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), entre 2013 e 2019.

#### **1.3.2 Objetivos Específicos**

- a) Levantar o perfil do CFO das empresas familiares, a partir das características observáveis: idade, experiência profissional, tempo no cargo e nível de formação.
- b) Identificar a estrutura de capital (endividamento) das empresas familiares brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2013 a 2019, e
- c) Verificar a influência das características observáveis dos CFOs sobre o endividamento das empresas familiares brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

### **1.4 Hipóteses e Tese**

Para Richardson (2012, p. 64), “as hipóteses devem ser extraídas dos problemas levantados para estudo, os quais devem estar explícitos nos objetivos”. De acordo com Barros (2008, p. 307), a hipótese “corresponde, antes de tudo, a um enunciado em forma de sentença declarativa, que procura antecipar, provisoriamente, uma possível solução ou explicação para um problema”.

A hipótese, nas palavras de Gil (2008, p. 41), “é uma proposição que se forma e que será aceita ou rejeitada somente depois de devidamente testada”. A seguir, as hipóteses da pesquisa:

- H1: A idade do CFO apresenta uma relação *negativa* com o endividamento das empresas familiares.
- H2: A experiência profissional do CFO apresenta uma relação *negativa* com o endividamento das empresas familiares.
- H3: O tempo no cargo de CFO apresenta uma relação *negativa* com o nível de endividamento das empresas familiares.
- H4: O nível educacional do CFO é *positivamente* associado com o endividamento das empresas familiares.

A tese defendida no presente estudo é de que:

**As características observáveis dos CFOs influenciam a estrutura de capital (endividamento) das empresas familiares brasileiras, listadas no segmento do Novo Mercado da Brasil, Bolsa, Balcão (B3).**

### **1.5 Justificativa e contribuições**

Esta pesquisa se insere no contexto dos estudos que abordam a Teoria dos Escalões Superiores (*Upper Echelons Theory*) de (HAMBRICK; MASON, 1984) e as *teorias trade-off* (TOT) (MYERS, 1984) e *pecking order* (POT) (MYERS; MAJLUF, 1984; MYERS, 1984) sobre a estrutura de capital das empresas.

Na visão de D'allura e Bannò (2018), as pesquisas existentes sobre o papel dos membros da equipe da alta administração (TMT) nas empresas familiares permanecem fragmentadas. Uhde, Klarner e Tuschke (2017) observam que, mais especificamente, os CFOs desempenham um papel cada vez mais influente no topo das empresas, mas os estudos relevantes sobre esse assunto permanecem escassos e também fragmentados. Quando o foco é a empresa familiar, Hiebl (2013a, 2017) afirma que o papel do CFO nessas empresas, no geral, é pouco pesquisado.

A pesquisa bibliográfica sobre o tema leva-nos a considerar que, este é o primeiro trabalho a investigar o papel do CFO não familiar em uma empresa familiar; portanto, existem lacunas e oportunidades de pesquisas nesse campo. Além do que, Três, Serra e Ferreira (2014) afirmam que as empresas familiares são um campo potencial para receber a contribuição dos estudos

da teoria do alto escalão, pois as mesmas possuem características específicas que as diferenciam das empresas não familiares.

Nesse contexto, verifica-se a necessidade de investigar os três temas (teoria do escalão superior, estrutura de capital e empresa familiar) em conjunto, justificando mais um elemento motivador para a elaboração da pesquisa. E ainda, pela relevância do tema para a literatura, ao utilizar o poder explicativo que as características dos CFOs possuem em relação ao endividamento das empresas familiares.

Dessa forma, este trabalho buscar fornecer várias contribuições importantes para a literatura existente. Em primeiro lugar, proporcionar uma visão interdisciplinar da pesquisa sobre os CFOs em vez dos CEOs (FU; ZHANG, 2019), destacando os três temas predominantes. Isso em função do argumento de Kim et al., (2011), de que os CFOs têm mais experiência financeira e maior influência sobre as decisões financeiras das empresas do que os CEOs. Assim, acrescentando ao campo emergente de pesquisa sobre membros funcionais do TMT a importância crescente dos CFOs não familiares nas empresas.

A originalidade do estudo é por abordar os temas buscando identificar quais características observáveis do *Chief Financial Officer* (CFO) não familiar podem provocar influência no endividamento das empresas familiares, dessa forma, criando a possibilidade de encontrar novos resultados que ainda não tenham sido difundidos no ambiente científico.

Em última análise, com os resultados do presente estudo, procura-se ampliar a literatura nacional que relaciona diretamente as três temáticas, como uma contribuição para o meio acadêmico e o ambiente empresarial.

## **1.6 Delimitação da pesquisa**

A pesquisa utiliza empresas familiares com ações listadas no segmento do Novo Mercado da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), identificadas e classificadas em termos da estrutura de propriedade, controle acionário e gestão familiar. Os dados levantados são referentes ao período abrangido entre o ano de 2013 e 2019.

## **1.7 Estrutura da Tese**

Esta tese está estruturada em cinco capítulos.

O primeiro capítulo apresenta a introdução com contextualização do tema, abordando o problema de pesquisa, os objetivos, as hipóteses, a justificativa, a delimitação e a estrutura do estudo.

O segundo capítulo consta da fundamentação teórica da pesquisa, subdivida em três temas centrais. Inicia-se, no primeiro tópico, com o enfoque na Teoria dos Escalões Superiores (*Upper Echelons Theory*), que dará suporte ao estudo, com ênfase nas características observáveis do *Chief Financial Officer* (CFO), consideradas nesta tese como: idade, experiência profissional, tempo no cargo e nível educacional. No segundo tópico, há uma abordagem teórica sobre a empresa familiar, apresentando conceitos e estudos empíricos referentes à mesma. Por fim, no terceiro tópico, aborda-se a estrutura de capital das empresas, baseando-se nas teorias do *trade-off* (TOT) (MYERS, 1984) e do *pecking order* (POT) (MYERS; MAJLUF, 1984; MYERS, 1984), com conceitos e estudos anteriores.

No terceiro capítulo, são indicados os procedimentos metodológicos da pesquisa. Inicia-se com o delineamento da pesquisa e da amostra, bem como os critérios adotados para coleta e análise dos dados. Na sequência, definem-se as variáveis e os modelos estatísticos utilizados. Por fim, apresentam-se a formulação das hipóteses e o tratamento dos dados.

No quarto capítulo, tem-se a análise e a discussão dos resultados. O foco principal é discutir a influência das características observáveis do *Chief Financial Officer* (CFO) não familiar no endividamento das empresas familiares listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

O quinto, e último capítulo, apresenta as conclusões, limitações e recomendações para futuras pesquisas.

Finaliza-se a tese com as referências e o apêndice.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo é apresentada a fundamentação teórica que sustenta a discussão dos resultados. Ele é composto por quatro seções: a Teoria dos Escalões Superiores (*Upper Echelons Theory*), a empresa familiar e a sua estrutura de capital, os estudos correlatos e o desenvolvimento das hipóteses.

### 2.1 TEORIA DO ALTO ESCALÃO

A origem da Teoria do Alto Escalão ou Teoria dos Escalões Superiores (TES) (*Upper Echelons Theory*) é o artigo publicado por Hambrick e Mason (1984), considerado inspirador e gerador de novas obras sobre o tema (CARPENTER; GELETKANYCZ; SANDERS, 2004; CERTO et al., 2006). A ideia central da teoria é que os executivos agem com base em suas interpretações personalizadas das situações estratégicas que enfrentam, e essas interpretações são uma função das experiências, valores e personalidades dos executivos (HAMBRICK, 2007; NIELSEN; HUSE, 2010).

A TES tem suas raízes na Teoria Comportamental da empresa, que reconhece serem as decisões organizacionais tomadas por pessoas limitadamente racionais (HAMBRICK, 2007; NIELSEN; HUSE, 2010), com capacidade restrita para o processamento das informações relevantes, que estão à sua disposição, levando às escolhas baseadas numa percepção seletiva (MARCH; SIMON, 1958; CYERT; MARCH, 1963).

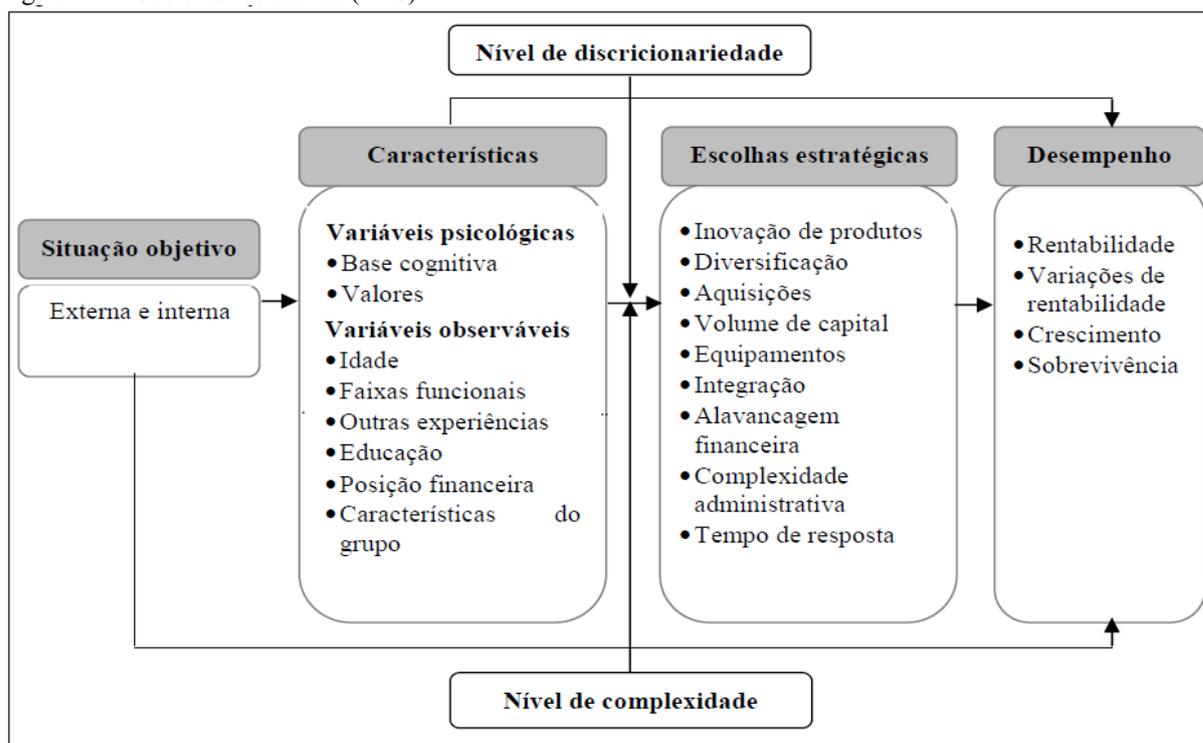
Dessa forma, os membros do alto escalão processam apenas uma parte dos estímulos e informações que consideram relevantes, de acordo com sua base cognitiva (MARCH; SIMON, 1958; HAMBRICK; MASON, 1984; BOONE, VAN OLFFEN, VAN WITTELOOSTUIJN, 1998). Assim, os responsáveis pelas decisões das empresas escolhem sob condições incertas e, portanto, é impossível prever exatamente seu comportamento (HAMBRICK; MASON, 1984), por isso os gestores de topo estruturam situações de decisão para se ajustarem à sua visão de mundo (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1990).

Para Hambrick (2007), a construção original da teoria dos escalões superiores sofreu vários refinamentos, entre os quais está a introdução de dois moderadores, a discricção gerencial (*managerial discretion*) (HAMBRICK; FINKELSTEIN, 1987) que se refere à latitude de ação disponível para os principais executivos (WANGROW; SCHEPKER; BARKER, 2015),

e as demandas sobre o trabalho dos executivos (*executive job demands*) (HAMBRICK; FINKELSTEIN; MOONEY, 2005), resultante de descobertas empíricas de pesquisas recentes (HAMBRICK, 2007; CARPENTER; GELETKANYCZ; SANDERS, 2004), que afetam a força preditiva da teoria.

A Figura 1 sintetiza o modelo original de Hambrick e Mason (1984), com introdução de dois moderadores, a discricção gerencial (*managerial discretion*) e as demandas sobre o trabalho do executivo (*executive job demands*) (HAMBRICK; FINKELSTEIN, 1987; HAMBRICK; FINKELSTEIN; MOONEY, 2005).

Figura 1 - Modelo conceitual da (TES)



Fonte: Almeida (2018) com base em Carpenter, Geletkanycz e Sanders (2004), Hambrick (2007)

De acordo com a Figura 1, a situação da organização é interpretada pelos membros do alto escalão. Tal interpretação é influenciada pelas suas características psicológicas que, por sua vez, são reflexos das características observáveis; assim, as escolhas e os resultados das entidades são influenciados pelas características observáveis dos gestores (HAMBRICK; MASON, 1984; HAMBRICK, 2007).

O moderador discricção gerencial (HAMBRICK; FINKELSTEIN, 1987), introduzido no modelo original de Hambrick e Mason (1984), buscou conciliar duas visões opostas sobre os efeitos dos principais executivos nos resultados organizacionais: (I) a visão do gerenciamento

estratégico (CHILD, 1972), em que os altos executivos têm grandes influências sobre os resultados; e (II) a visão baseada na ecologia populacional (HANNAN; FREEMAN, 1977) e na nova teoria institucional (DIMAGGIO; POWELL, 1983), em que os executivos têm relativamente pouca influência nos resultados organizacionais devido às forças ambientais e inerciais.

Essas duas visões são válidas e dependem da proporção direta da quantidade de discricção gerencial ou latitude de ação existente (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1990; HAMBRICK; ABRAHAMSON, 1995; HAMBRICK, 2007).

O grau de discricção gerencial emana das condições ambientais, de fatores organizacionais e do próprio executivo. Ela existe quando há uma falta de restrição e várias alternativas plausíveis (HAMBRICK; FINKELSTEIN, 1987; HAMBRICK, 2007; CROSSLAND; HAMBRICK, 2007; CROSSLAND; HAMBRICK, 2011), e, de modo geral, a maioria das pesquisas sobre discricção gerencial se concentra no papel das condições do ambiente das tarefas, ou nas características do setor (WANGROW; SCHEPKER; BARKER, 2015).

A discricção baixa faz a alta gerência ter um papel limitado e a TES um poder explicativo fraco; já uma discricção alta permite aos líderes uma gama mais ampla de opções (CAMPBELL et al., 2012). Portanto, os gerentes podem moldar a organização, e as suas características gerenciais serão refletidas nos resultados organizacionais (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1990; HALEBLIAN; FINKELSTEIN, 1993).

Quanto ao moderador demandas sobre o trabalho do executivo (*executive job demands*) Hambrick, Finkelstein e Mooney (2005) postulam que os trabalhos dos executivos diferem amplamente em seus níveis de dificuldades, sendo resultantes de três conjuntos de fatores intrínsecos que, de acordo com Hambrick (2007), configuram-se nos seguintes desafios:

- (I) de tarefas relacionadas com as dificuldades das condições estratégicas;
- (II) de desempenho visando atender as exigências dos proprietários; e
- (III) de aspirações dos executivos para executar suas tarefas visando atingir um desempenho máximo que reflita as origens e disposições de cada gestor.

Nesse âmbito, os altos executivos que estão sob grandes demandas de trabalhos serão forçados a tomar atalhos mentais e a recorrer aos seus antecedentes, que embasarão as suas

escolhas; assim, a relação entre as características dos gestores e os resultados organizacionais será mais forte (CARPENTER; GELETKANYCZ; SANDERS, 2004; HAMBRICK, 2007).

Por outro lado, os executivos com demandas mínimas de trabalho podem ser mais abrangentes em suas análises e tomadas de decisões, sendo suas escolhas muito mais correspondentes às condições objetivas que enfrentam, dependendo menos de suas características pessoais. Em tais situações, a ligação entre as características dos escalões superiores e resultados organizacionais deve ser mais fraca (HAMBRICK, 2007; CARPENTER; GELETKANYCZ; SANDERS, 2004).

### **2.1.1 *Top Management Team (TMT)***

Na visão de D'Allura e Bannò (2018), não há uma definição clara de uma equipe de alta gerência, contudo, alguns estudos definem o TMT como uma coalizão no comando e outros como grupos de influência. Para Finkelstein et al., (2009), ele compreende um grupo de poderosos executivos seniores, de uma organização, cujas decisões podem influenciar significativamente as estratégias e os resultados da empresa.

Para Donald e Hambrick (2015), o TMT se refere a um grupo relativamente pequeno de executivos influentes, que estão no topo de uma organização, geralmente constituído pelo *chief executive officer* (CEO) e seus subordinados diretos, que forma a constelação dos três a dez principais executivos.

De acordo com Steven e Amason (2017), nos estudos a maioria das definições do TMT envolve os três ou cinco executivos mais bem pagos; o *chief executive officer* (CEO) e todos os membros do conselho interno; os executivos com um título maior ou igual a vice-presidente executivo; também os principais ou mais influentes tomadores de decisão ou todos os membros fundadores da equipe.

Hambrick e Mason (1984) definem o TMT como aqueles que estão no escalão superior de uma organização. Segundo Amason (1996), é a alta gerência envolvida no processo de tomada de decisão da empresa. Na visão de Hambrick et al., (1996), é composto por todos executivos no nível de diretores, já que, para Tulung e Ramdani (2016), cada um deles fornece instruções e diretrizes para a tomada de decisões importantes.

O conceito de TMT usado no presente estudo vai ao encontro da operacionalização da maioria dos autores da literatura desta área. Assim, a equipe de gestão de topo terá como membros os seguintes atores: Presidente do Conselho de Administração, Vice-Presidente do Conselho de Administração, o *Chief Executive Officer* (CEO), o *Chief Financial Officer* (CFO) e todos os demais executivos no nível de diretores que exerçam funções na empresa.

### **2.1.2 Características observáveis dos executivos do alto escalão (TMT)**

As características observáveis do TMT abordadas neste trabalho são idade, experiência profissional, tempo no cargo e nível educacional.

#### **2.1.2.1 Idade**

Alguns pesquisadores descobriram que os valores, atitudes e comportamentos dos indivíduos tendem a variar dependendo da idade (HAMBRICK; MASON, 1984; WIERSEMA; BANTEL, 1992). Conforme Hambrick et al., (1996); Barker e Mueller (2002), a idade média dos membros da equipe de topo influencia a gestão empresarial e as atitudes de assumir riscos. Desse modo, gestores com diferentes idades tendem a mostrar distintos comportamentos e preferências ao risco (WISEMAN; GÓMEZ-MEJÍA, 1998).

Na visão de Prendergast e Stole (1996); Zahra, Priem e Rasheed (2007); Peni (2014), os jovens querem evidenciar uma capacidade superior e construir suas reputações rapidamente, concentrando-se nas metas e nas consequências de seus atos no curto prazo, o que faz com que suas estratégias arriscadas sejam influenciadas pelo excesso de confiança típico da juventude.

Para Hambrick e Mason (1984), o fenômeno ocorre porque as equipes de direção mais jovens são mais entusiasmadas e tendem a adotar estratégias inovadoras (VROOM; PAHL, 1971; WISEMAN; GÓMEZ-MEJÍA, 1998), sentem-se mais confortáveis em ambientes que mudam rapidamente e estão mais dispostos a considerar novas abordagens (KABACOFF; STOFFEY, 2001).

Por outro lado, as equipes de direção mais velhas visam à estabilidade financeira e da carreira, ao invés do crescimento (MACPHERSON; HOLT, 2007), assim, essa estabilidade se torna mais importante para os executivos mais velhos do que para os jovens (TIHANYI et al.,

2000), já que os mais velhos estão preocupados com as escolhas que direcionem valor à sua aposentadoria (PENI, 2014).

### **2.1.2.2 Experiência profissional**

A experiência profissional pode ter influências significativas sobre as ações tomadas por um executivo ou pelos membros da equipe de direção (BORTOLUZZI, 2017; WIERSEMA; BANTEL, 1992). Consistente com esses argumentos, alguns estudos analisaram o efeito da experiência profissional. Taylor (1975) concluiu que os gestores mais experientes diagnosticam o valor da informação com maior precisão. Michelon, Lunkes e Bornia (2020, p. 94) verificaram que “executivos com menos tempo de experiência na empresa podem estar mais propensos a assumir riscos, pois são obrigados a produzir resultados e a se mostrarem como gestores competentes”.

Na visão de Escribá-Esteve et al. (2009), os gerentes experientes tomam decisões de alta qualidade porque possuem as habilidades cognitivas para executar decisões estratégicas complexas e influenciar resultados. Em contrapartida, um gestor que ocupa o mesmo cargo por muito tempo, ou seja, mais experiente, pode tornar-se obsoleto e resistir a certas mudanças (MICHEL; HAMBRICK, 1992).

### **2.1.2.3 Tempo no cargo**

O tempo de mandato dos gestores pode impactar no desempenho da empresa, visto que aqueles com maior tempo de mandato podem compreender melhor e mais profundamente a empresa em função da sua experiência no cargo (MILLER; SHAMSIE, 2001). Contudo, eles podem se tornar cada vez mais obsoletos à medida que seu tempo de mandato aumenta, com esse processo, influenciando adversamente o desempenho futuro da empresa (MCCLELLAND; BARKER; OH, 2012), em função de passar a restringir a coleta e análise de informações, preferindo confiar mais na sua própria experiência e intuição, em vez de em novos estímulos, o que pode gerar uma inércia em seu ambiente de atividades (KATZ, 1982; FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1990), provocando mais resistência às mudanças, adotando posturas estratégicas persistentes e imutáveis, sendo mais avessos ao risco (SERFLING, 2014). Em contrapartida, aqueles com menos tempo no cargo podem não ter legitimidade aos olhos do público interno ou externo (MILLER, 1993).

#### **2.1.2.4 Nível Educacional**

A literatura dos escalões superiores sugere que o nível de educação reflete as habilidades e competências dos gerentes (HAMBRICK; MASON, 1984). Para Saidu (2019), a educação é poder, e presume-se que, quando uma melhor educação e experiências são mescladas, há uma alta tendência de adquirir uma maior habilidade gerencial. Complementando, Robinson e Sexton (1994) afirmam que educação e experiência são duas qualidades inseparáveis de um bom gerente com alto nível empreendedor.

Sun et al., (2017) investigaram se as cognições, os valores e as percepções da administração estão associados à fraude de 18.863 empresas listadas na China, entre 2000 e 2014. As características demográficas do diretor financeiro (CFO) foram usadas como substitutos das cognições, valores e percepções da administração. Os autores concluíram que os relatórios financeiros fraudulentos são mais altos quando os diretores financeiros são mais jovens, homens e têm formação educacional mais baixa.

Jiang e Chen (2019) analisaram o impacto na sincronicidade do retorno das ações com o status de um diretor financeiro (CFO) na equipe de alta gerência (TMT) na China. Os resultados empíricos são que a empresa com CFOs de alto status tem uma relação positiva com a sincronicidade do retorno das ações; e que esse relacionamento positivo existe apenas em empresas com CEOs que não possuem formação contábil ou financeira.

Consistentes com essa idéia, Wiersema e Bantel (1992) descobriram que as empresas com maior probabilidade de sofrer mudanças na estratégia corporativa tinham equipes de alta gerência caracterizadas como de maior nível educacional.

### **2.2 Empresa Familiar**

A empresa familiar desempenha papel importante no desenvolvimento e crescimento econômico dos países, na medida em que gera mais da metade dos postos de trabalho e renda (ANDRADE et al., 2017), e dependendo do país, geram de metade a dois terços do produto interno bruto (PIB) (LETHBRIDGE, 1997; GUEIROS, 1998), representando 80% das empresas existentes no mundo (GERSICK et al., 1997). No Brasil, se tem dificuldades de encontrar dados atualizados e precisos, referentes à quantidade e ao seu impacto na economia nacional.

### 2.2.1 Definição e Caracterização de Empresa Familiar

A definição de empresa familiar é um dos maiores obstáculos para os estudiosos desta área, já que não existe um conceito capaz de descrever a complexidade, a essência e as particularidades deste tipo de empresas, nem de ser aceito universalmente pelos mesmos (CHUA; CHRISMAN; SHARMA, 1999; STEIGER; DULLER; HIEBL, 2015; PESTANA, 2017), gerando controvérsias e discordância na comunidade acadêmica quanto ao que realmente venha ser uma empresa familiar, fazendo com que a literatura não apresente consenso sobre essa discussão (CHRISMAN; CHUA; SHARMA, 2005; MORAES FILHO; BARONE; PINTO, 2011; GEDAJLOVIC et al., 2012; KELLERMANNNS et al., 2012), já que cada um estabelece a sua própria conceituação, atendendo cada uma, a propósitos mais ou menos específicos de seus formuladores (WORTMAN, 1995), o que se dá principalmente pelo contexto histórico, econômico, sócio-político e religioso dos diferentes países nos quais as empresas familiares foram objeto de estudo (HERNÁNDEZ-LINARES; SARKAR; COBO, 2018). Na sequência, o Quadro 1 apresenta definições de empresas familiares.

Quadro 1– Definição de empresas familiares

Autor/ano	Definição	País
Villalonga e Amit (2006)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quando o fundador ou um membro da família tiverem uma participação acionária de no mínimo 5% e poder considerável nas decisões, ocupando cargo no conselho ou na alta administração da empresa.</li> <li>Um ou mais membro da família de segunda geração ou mais, forem membros diretores ou membros efetivos na assembleia.</li> <li>A família é o maior acionista com pelo menos 20% dos votos.</li> </ul>	EUA
La Porta et al., (1999)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se uma pessoa ou uma família for o acionista controlador (proprietário final) cujos direitos de voto diretos e indiretos excedam 20%.</li> </ul>	No mundo todo
Anderson e Reeb (2003)	<ul style="list-style-type: none"> <li>A família fundadora possua participação acionária na empresa de no mínimo 5% e que membros desta família façam parte do conselho de administração ou da alta administração da empresa.</li> </ul>	EUA
Lodi (1998)	<ul style="list-style-type: none"> <li>A organização que tem sua origem e história vinculadas a uma mesma família há pelo menos duas gerações, ou aquela que mantém membros na administração da empresa.</li> </ul>	Brasil
Barontini e Caprio (2006)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se o maior acionista possui pelo menos 10% dos direitos de propriedade e o acionista familiar ou maior, controla mais de 51% dos direitos de voto direto ou controla mais do que o dobro dos direitos de voto direto do segundo maior acionista.</li> </ul>	Europa Continental (11 países)
Smith e Amoako-Adu (1999)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Se uma pessoa ou um grupo relacionado por laços familiares tiver o maior bloco de votos e pelo menos 10% do total de votos.</li> </ul>	Canadá
Miller et. al., (2007)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quando vários membros da família participam da gestão como diretores ou são proprietários com 5% ou mais da empresa, ao mesmo tempo.</li> </ul>	EUA

Continua...

## Continuação

González et. al., (2012)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Definem uma empresa familiar como o envolvimento da família na gestão, propriedade e controle.</li> </ul>	Colombia
Allouche et. al., (2008)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Membros da família ocupam cargo na alta administração e são maiores acionistas.</li> <li>Membros da família não ocupam cargo na alta administração, mas são maiores acionistas.</li> <li>Membros da família ocupam cargo na alta administração, mas não estão entre os maiores acionistas.</li> </ul>	Japão

**Fonte:** elaborado pelo autor com base nos autores consultados.

Na visão de Mazzi (2011), podem variar consideravelmente os critérios necessários para se considerar uma empresa como familiar. Entre as definições apresentadas no Quadro 1, percebem-se algumas abordagens que envolvem várias condições, de forma concomitante ou não, com destaque para o envolvimento da família com a gestão da organização (LODI, 1998; ANDERSON; REEB, 2003; MILLER et. al., 2007; ALLOUCHE et. al., 2008; GONZÁLEZ et. al., 2012), em umas de forma abrangente, e, em outras, de modos mais restritos. Além disso, algumas abordagens usam requisitos como grau de propriedade (participação majoritária da família no capital) e controle da família (LA PORTA, et al.; 1999; VILLALONGA; AMIT, 2006; BARONTINI; CAPRIO, 2006; GONZÁLEZ et. al., 2012).

Outras abordagens usam a influência da família sobre as decisões e intenção de transferir a empresa à próxima geração com a sucessão do comando (SHARMA; CHRISMAN; CHUA, 1997; LODI, 1998; VILLALONGA; AMIT, 2006). Por outro lado, existem autores que definem empresa familiar aplicando, simultaneamente, todos esses critérios citados anteriormente (VILLALONGA; AMIT, 2006; BARONTINI; CAPRIO, 2006).

Nesse contexto, para Silva Junior (2006, p. 24):

a empresa familiar representa um complexo sistema político em que as relações sociais abragem um conjunto de variáveis, entre as quais a trilogia família, propriedade e gestão que acaba por diferenciá-la das empresas não pertencentes a famílias.

Segundo Lisboa (2018), a detenção de capital, a responsabilidade pela gestão e a continuidade da empresa/sucessão são fatores apresentados pela generalidade das definições da empresa familiar, relacionados com as dimensões da riqueza socioemocional (*Socio-Emotional Wealth* – SEW) da família, já que as empresas familiares também preservam objetivos não financeiros ou afetivos (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2011).

O conceito da riqueza socioemocional (SEW) foi introduzido por GÓMEZ-MEJÍA et al., (2007) para explicar as diferenças empíricas observadas nos comportamentos de empresas familiares e não familiares (CENNAMO et al., 2012). Dessa forma, Motylska-Kuzma (2017), Mazzi (2011) se referem à SEW como aspectos não financeiros que estão emocionalmente ligados à dimensão afetiva da família, tais como a proteção dos laços familiares, entre outros.

Como consequência, quando o referencial dos diretores das empresas familiares para a tomada de decisões estratégicas é a SEW, eles se basearão em motivos que podem estar fora da lógica econômica, tomando decisões que parecem pouco adequadas aos olhos dos observadores externos (KALM; GÓMEZ-MEJÍA, 2016; CENNAMO et al., 2012). Por exemplo, os diretores podem optar por projetos que sejam financeiramente menos ideais ou contratar membros da família, desconsiderando a falta de habilidade ou experiência dos mesmos (KALM; GÓMEZ-MEJÍA, 2016). Contudo, Berrone et al., (2012, p. 261, tradução nossa) asseveram que

O ponto principal do SEW é que, quando há alto envolvimento da família, as empresas são mais propensas a arcar com os custos e incertezas envolvidos na realização de certas ações, impulsionadas pela crença de que os riscos que tais ações acarretam são contrabalançados por benefícios não econômicos em vez de potenciais ganhos financeiros.

Portanto, “a riqueza socioemocional delinea a tendência de que líderes dessas empresas tomem decisões economicamente arriscadas quando a escolha envolve a perda de SEW” (GOES et al., 2017, p. 199). Desse modo, para evitar potenciais perdas de SEW, as empresas familiares estão dispostas a aceitar um risco que exponha o seu desempenho (PARENTE, 2018). Entretanto, os seus proprietários estão preocupados não apenas com a preservação da riqueza socioemocional (SEW), mas também com o retorno financeiro das mesmas (GÓMEZ-MEJÍA et. al., 2007; KALM; GÓMEZ-MEJÍA, 2016).

Berrone et al. (2012) desenvolveram uma escala, com cinco dimensões denominadas FIBER, para medir e identificar os níveis de SEW nas empresas familiares. As cinco dimensões: 1) F - Controle e influência da família; 2) I - Identificação dos membros da família com a empresa; 3) B - Laços sociais; 4) E - Apego emocional; 5) R - Renovação dos laços familiares por meio da sucessão.

De acordo com Parente (2018), as empresas familiares não são um grupo homogêneo de pessoas com interesses comuns, também nem todas as empresas familiares são idênticas

quanto às características e aos comportamentos organizacionais; portanto, a SEW pode ser vista como o ponto chave que diferencia as próprias empresas familiares (ZELLWEGER et al., 2012).

### **2.2.2 Estrutura de propriedade e controle familiar**

A estrutura da propriedade das empresas é estabelecida em função da concentração acionária, ou seja, pela participação no capital da empresa, e da identidade do acionista majoritário. A primeira se refere ao número de ações ordinárias detidas por um acionista ou por grupo de acionistas; e, a segunda, à categoria de quem detém o controle acionário da empresa (CAMPOS, 2006; RICHTER; WEISS, 2013; ALMEIDA, et al., 2015).

Conforme La Porta et al., (1998), existem duas modalidades de estrutura de propriedade: (I) a dispersa - em que não há um acionista controlador; e (II) a concentrada - em que o controle é exercido por um indivíduo ou grupo específico. Coelho e Holanda (2016) destacam que o percentual de ações ordinárias pertencentes aos maiores acionistas representa o direito de controle, já o percentual de ações totais representa o direito sobre o controle e os fluxos de caixa.

La Porta et al., (1998) classificam os acionistas em: (I) familiar ou individual; (II) o Estado; (III) uma instituição financeira com controle disperso, como um banco ou uma companhia de seguros; (IV) uma corporação com controle disperso; e (V) diversos, tais como uma cooperativa, ou um grupo com nenhum único investidor controlador. Já Okimura (2003) descreve os tipos de acionistas das empresas como propriedade privada estrangeira; propriedade privada nacional; propriedade familiar ou pessoal.

Berle e Means (1932) analisaram a estrutura de propriedade das empresas norte-americanas não financeiras em 1929 e constataram a prevalência de empresas de capital aberto com propriedade dispersa entre pequenos acionistas minoritários. Assim, acreditava-se que esse modelo era o que prevalecia na maioria das companhias. Entretanto, La Porta et al., (1999) analisaram 691 empresas dos 27 países mais ricos do mundo em 1993 e evidenciaram o domínio das empresas com propriedade concentrada e controle familiar e do Estado, com exceção ao padrão os Estados Unidos e o Reino Unido. Burkart et al., (2003) reforçam afirmando que a maioria das empresas do mundo é controlada por seus fundadores, ou pelas famílias e herdeiros dos fundadores.

Para Claessens et al., (2002), a estrutura de propriedade é considerada familiar quando há a presença de um indivíduo ou um grupo de pessoas ligadas por laços de sangue ou casamento, com participações de propriedade de grandes dimensões. Na visão de La Porta et al., (1999), deve-se observar o percentual dos direitos de voto que o controlador possui, sendo considerada familiar quando um indivíduo ou uma família é o acionista controlador (proprietário final) com participação direta ou indireta.

Nessa perspectiva, Aldrighi e Mazzer Neto (2005, p. 119) descrevem o acionista majoritário último (proprietário final) de uma empresa de capital aberto como “a entidade que possui diretamente, ou via esquema-pirâmide, a maior porcentagem dos direitos de voto da empresa analisada”. Também chamado de Estrutura Piramidal por Okimura (2003, p. 30), que a define como “um mecanismo de controle através de níveis hierárquicos entre empresas”. Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018, p. 98) evidenciam “que o acionista final possui uma participação acionária na empresa da amostra por meio de pelo menos uma empresa intermediária”. Para Gorga (2008), é intensa a utilização de estrutura piramidal de propriedade e controle no Brasil.

Na definição de controle de uma empresa, La Porta et al., (1999) estabeleceram como pontos de corte a posse de no mínimo 20% (alternativamente, utilizaram 10%) das ações com direito a voto, enquanto Claessens et al., (2002) adotaram o ponto de corte de 40% para identificar se uma empresa tinha ou não um controlador. Para Villalonga e Amit (2006), a família deve ser o maior acionista e possuir pelo menos 20% dos votos. Já Barontini e Caprio (2006) consideraram um mínimo de 51% dos direitos de voto direto para a estrutura de propriedade e controle ser considerada como familiar.

Claessens et al., (2000) examinaram a separação entre propriedade e controle de 2.980 empresas em nove países do Leste Asiático, e constataram que mais de 2/3 são controladas por um único acionista, sendo que 60% destas eram familiares, e os direitos de voto frequentemente excedem os direitos de fluxo de caixa por meio de estruturas de pirâmide e participações cruzadas.

Faccio e Lang (2002) analisaram a propriedade e o controle finais de 5.232 empresas em 13 países da Europa Ocidental, utilizando o percentual de 10% para definir o controlador, constataram que mais de 60% das empresas eram controladas por um único acionista, sendo que aproximadamente 45% destas eram familiares.

De acordo com Franks et al., (2012), Carney e Child (2013), esse controle familiar é predominante em países com mercados financeiros menos desenvolvidos e fraca proteção aos investidores. Dessa forma, para Burkart et al., (2003) a propriedade da família está negativamente correlacionada com o nível de proteção do investidor. Sendo assim, quando a proteção é fraca, a propriedade da família é alta. Leal, Silva e Valadares (2002, p. 9) afirmam que “nesses países, os investidores devem ter participações grandes o suficiente para exercerem o monitoramento dos gerentes da companhia”.

Tal fato é confirmado por La Porta et al., (1998), que pesquisaram a estrutura de propriedade em 49 países e observaram que, em países com baixa proteção aos investidores, a concentração de propriedade, em média, é de 54% do total de ações em posse dos três maiores acionistas, já nos países cuja proteção legal foi maior, a concentração em média, foi de 45%.

Dessa forma, segundo Azofra e Santamaría (2011), nos países que têm estruturas dispersas de controle e propriedade, o principal conflito corporativo surge entre proprietários e gerentes. Villalonga e Amit (2006) observam que, como os benefícios de controle são reduzidos entre vários proprietários, as famílias controladoras têm um incentivo maior para desapropriar a riqueza dos acionistas minoritários do que outros acionistas.

Barros (2015) argumenta que nos países com sistema legais fundamentados no Direito Civil Francês, que é o caso do Brasil, onde se concentram estruturas de controle e propriedade, o principal problema de governança surge entre acionistas minoritários e grandes acionistas. Desse modo, Faccio et al., (2001a) afirmam que as famílias tendem a expropriar riqueza quando seu controle é maior do que seus direitos de fluxo de caixa.

No Brasil, de acordo com Barros (2015), as pesquisas sobre estrutura de propriedade podem ser divididas em três grupos: (I) as que visam caracterizar a estrutura de propriedade; (II) aquelas que visam compreender os determinantes de alguma característica da estrutura; e (III) as que visam aferir o efeito da estrutura sobre outra variável, como valor ou desempenho.

Ainda segundo Barros (2015), entre as pesquisas que visam caracterizar a estrutura de propriedade, tem-se Valadares e Leal (2000), Leal, Silva e Valadares (2002), Aldrighi e Mazzer Neto (2005), Aldrighi e Mazzer Neto (2007) e Gorga (2008); as que buscam compreender os determinantes de alguma característica da estrutura (BORTOLON; LEAL,

2010; ALDRIGHI; POSTALI, 2011), e as que visam aferir o efeito da estrutura sobre outra variável (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; OKIMURA, 2003; CAMPOS, 2006).

Vários estudos nacionais (VALADARES; LEAL, 2000; LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; ALDRIGHI; POSTALI, 2011; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2006) foram realizados sobre a estrutura de propriedade e controle.

Carvalho-da-Silva e Leal (2006) verificaram que a estrutura de propriedade e controle é bastante concentrada no Brasil, onde 82%, 83% e 86% das empresas em 1998, 2000 e 2002, respectivamente, possuem um único acionista com mais de 50% do capital votante. Também se verificou que o maior acionista, os três maiores e os cinco maiores acionistas possuíam, respectivamente, 71%, 83% e 86% do capital votante em 2002.

Valadares e Leal (2000) analisaram 325 empresas públicas brasileiras da Bolsa de Valores de São Paulo. Observaram que o maior acionista detinha, em média, 41% do capital, e que 62% das empresas têm um acionista com mais de 50% das ações com direito a voto. Leal, Silva e Valadares (2002) levantaram a estrutura direta e indireta de 225 empresas brasileiras, no final de 1998, e verificaram que 69% das empresas têm um único acionista que possui em média 74% do capital votante e 53% do capital total. Já na estrutura indireta, as participações são de, respectivamente, 55% e 37%.

Aldrighi e Postali (2011) analisaram as implicações das estruturas piramidais de propriedade de 650 empresas de capital aberto no Brasil entre 1997 e 2002, e constataram que 50% da amostra eram empresas organizadas como pirâmides, e que 27% delas não possuíam ações sem direito a voto, mas 31% as emitiram em volume próximo ao limite legal de 66%. Aldrighi e Mazzer Neto (2007) corroboram, ao afirmarem que 50,5% das empresas de capital aberto analisadas no Brasil, entre 1997 e 2002, possuíam algum grau de estrutura piramidal.

Segundo Carvalho-Da-Silva e Leal (2006); Barros (2015), no Brasil as empresas foram autorizadas a emitir ações sem direito a voto (preferenciais) no valor de até 2/3 do capital total (Lei 6.404/76). A “Nova Lei das Sociedades por Ações” (Lei 10.303/2001) alterou a quantidade máxima para 50%. Essa regra é obrigatória apenas para empresas que decidiram abrir o capital após a nova Lei e para novas corporações. Tal mecanismo permitiu às empresas emitirem ações sem abrir mão do controle, o que figura, portanto, numa maneira de separar a propriedade do controle.

A seguir, o Quadro 2 apresenta o resumo da estrutura de propriedade e Controle familiar.

Quadro 2 - Estrutura de propriedade e Controle familiar

Autores	Estrutura de propriedade e Controle familiar
La Porta et al., (1999)	No mínimo de 20% (alternativamente, utilizaram 10%) das ações com direito a voto sob posse de uma família.
Valadares e Leal (2000)	Acionistas diretos e indiretos com mais de 50% das ações com direito a voto.
Faccio e Lang (2002)	O percentual mínimo de 10% para definir o controlador
Claessens et al., (2002)	O ponto de corte de 40% para identificar um controlador
Carvalho-da-Silva e Leal (2006)	Acionista com mais de 50% do capital votante
Barontini e Caprio (2006)	Consideraram um mínimo de 51% dos direitos de voto direto ou que controle mais do que o dobro dos direitos de voto direto do segundo maior acionista
Villalonga e Amit (2006)	A família deve ser o maior acionista e possuir pelo menos 20% dos votos
Kayo; Brunaldi e Aldrighi (2018)	O ponto de corte de 50% para distinguir um acionista controlador último que é uma família

**Fonte:** Elaborado pelo autor

Os resultados dos estudos sobre a estrutura de propriedade e controle familiar no mundo revelaram um elevado grau de concentração, conforme demonstrado no quadro 2, reforçando os achados de (LA PORTA et al., 1999).

### 2.2.3 Gestão familiar e endividamento

Assim como a estrutura e o controle familiar, a gestão familiar também se destaca em inúmeros países ao redor do mundo (VILLALONGA; AMIT, 2006; BURKART et al., 2003; LA PORTA et al., 1999). A gestão é considerada familiar quando o fundador da empresa, ou ainda, um membro por sangue ou casamento, pertence à família controladora (MILLER et al., 2007; GONZÁLEZ et al. 2013; SCHMID, 2013), e também quando o CEO e o presidente do Conselho de Administração fazem parte da família que está no controle da empresa (VILLALONGA; AMIT, 2006; BARONTINI; CAPRIO, 2006; BOUZGARROU; NAVATTE, 2013).

Beuren, Hein e Boff (2011) argumentam que a influência da família na gestão da empresa, seja direta ou indiretamente, é uma das principais características das empresas familiares. De acordo com Moura et al., (2018, p. 108), “no caso de estrutura de propriedade familiar, muitas vezes, o próprio controlador ou um membro da família é responsável pela gestão”; em conformidade, Denis e Denis (1994) afirmam que tal situação implica em uma gestão familiar ativa.

Na referida situação, diversos autores analisaram a influência da gestão familiar na estrutura de capital das empresas familiares e evidenciaram que as mesmas têm um endividamento inferior, quando comparadas às não familiares (AMPENBERGER et al., 2011; GONZÁLEZ et al., 2013; SEGURA, 2012; AMORE et al., 2011). Outros autores encontraram resultados opostos, evidenciando que a gestão familiar resulta num endividamento superior (MOUSSA; ELGIZIRY, 2019; DIÉGUEZ-SOTO; LÓPEZ-DELGADO, 2018; LÓPEZ-DELGADO; DIÉGUEZ-SOTO, 2018). No seu trabalho, Scarpin et al., (2012) concluíram que a gestão familiar não influencia no endividamento da empresa.

Ampenberger et al., (2011), num estudo com 660 empresas familiares alemãs, destacaram que elas têm índices de alavancagem significativamente mais baixos do que as empresas não familiares e também detectaram que a presença de um CEO fundador tem um forte efeito negativo no índice de alavancagem.

González et al., (2013) examinaram o efeito do gerenciamento, propriedade e controle da família na estrutura de capital de 523 empresas colombianas e constataram que os níveis de dívida tendem a ser mais baixos para as empresas mais jovens quando o fundador ou um de seus herdeiros atua como gerente.

Segura (2012) investigou a influência da família e do fundador da empresa no endividamento de 365 empresas brasileiras na BM&FBovespa. Os resultados mostram que as empresas onde existe influência familiar e do fundador se apresentam menos endividadas do que as outras. No entanto, empresas que possuem o controle concentrado nas mãos de um só proprietário se mostraram mais endividadas do que as demais.

Amore et al., (2011) investigaram as consequências das sucessões gerenciais para as políticas financeiras das empresas familiares italianas e concluíram que a nomeação de CEOs profissionais não familiares leva a um aumento significativo no uso da dívida, impulsionado principalmente por vencimentos de curto prazo.

Segura e Formigoni (2014) pesquisaram a influência da família no endividamento de 356 empresas abertas brasileiras listadas na BMF&Bovespa, no ano de 2010 - foram analisados seis anos (de 2004 a 2009). Os resultados mostram que as empresas familiares ou que possuem gestão familiar apresentam-se menos endividadas do que as outras.

Contudo, diversos trabalhos evidenciaram que a gestão familiar resulta num endividamento superior. Moussa e Elgiziry (2019), com base na revisão de estudos disponíveis nos bancos de dados EBSCO e ProQuest, no período de 2000 a 2018, levantaram como o envolvimento da família nos negócios via propriedade, gerenciamento e controle afeta as decisões da estrutura de capital. Observaram que as empresas controladas por famílias têm, em média, níveis mais altos de dívida. A propriedade da família está positivamente associada ao financiamento por dívida, e a participação dos membros da família na alta administração leva a um aumento no nível geral de dívida da empresa.

Diéguez-Soto e López-Delgado (2018) verificaram se a presença de um único fundador e o envolvimento da família afetam a alavancagem das empresas privadas de maneira diferente, utilizando uma amostra de 4.102 empresas na Espanha e levando em consideração o período de 2006 a 2013, as descobertas mostram que o envolvimento desse fundador sempre implica uma dívida maior do que o restante das empresas.

López-Delgado e Diéguez-Soto (2018) levantaram como a gestão familiar e a presença de uma massa crítica feminina afeta o endividamento de 4.223 empresas privadas na Espanha. Concluíram que as empresas gerenciadas por famílias dependem mais do endividamento do que as empresas não administradas por famílias, e sugerem que a presença de conselheiras influencia negativamente o endividamento.

Scarpin et al., (2012) buscaram analisar se há diferença entre o endividamento e a lucratividade em empresas familiares e não familiares brasileiras, listadas na BM&FBovespa, que compõem o Índice Brasil-100, e concluíram que a gestão familiar não influencia no endividamento e na lucratividade da empresa.

Monteiro, Gasparetto e Lunkes (2019) examinaram a influência da estrutura de gestão familiar na estrutura de capital de 266 empresas brasileiras não financeiras listadas na B3, durante o período de 2013 a 2017. Os achados evidenciam que empresas com estrutura de gestão familiar exercem influência sobre o endividamento de curto prazo. Quanto ao endividamento total e de longo prazo, não se observou associação significativa com a estrutura de gestão familiar.

O Quadro 3, a seguir, apresenta o resumo da gestão familiar e endividamento da empresa familiar.

Quadro 3 - Gestão familiar e endividamento da empresa familiar

AUTOR	PESQUISA	Influência da Gestão Familiar no Endividamento da Empresa Familiar
Ampenberger et al., (2011)	660 empresas familiares alemãs	Menor endividamento
González et al. (2013)	523 empresas colombianas	
Segura (2012)	365 empresas brasileiras (BMF&Bovespa)	
Amore et al. (2011)	Empresas familiares Italianas	
Segura e Formigoni (2014)	356 empresas brasileiras (BMF&Bovespa)	
Moussa e Elgiziry (2019)	Revisão de estudos disponíveis no EBSCO e ProQuest, de 2000 a 2018.	Maior endividamento
Diéguez-Soto e López-Delgado (2018)	4.102 empresas privadas na Espanha	
López-Delgado e Diéguez-Soto (2018)	4.223 empresas privadas na Espanha	
Scarpin et al., (2012)	74 empresas listadas na BM&FBovespa, que compõem o Índice Brasil-100	Não influencia
Monteiro, Gasparetto e Lunkes (2019)	266 empresas brasileiras não financeiras listadas na B3	Influencia o endividamento de curto prazo e não influencia o total e de longo prazo.

**Fonte:** Elaborado pelo autor

O Quadro 3 mostra diversos autores que analisaram a influência da gestão familiar na estrutura de capital das empresas familiares. Os resultados de alguns estudos demonstram que as mesmas têm um endividamento inferior, quando comparado às não familiares; outros, encontraram resultados evidenciando que a gestão familiar resulta num endividamento superior, e ainda há o estudo em que a gestão familiar não influencia no endividamento da empresa.

### 2.3 Estrutura de Capital

A estrutura de capital é um tema de grande relevância na área das finanças corporativas. Ela tem sido uma das mais discutidas desde o trabalho pioneiro desenvolvido por Modigliani e Miller (1958), em que os autores defenderam que a estrutura de capital é irrelevante para maximizar o valor da empresa em situação de mercados de capitais perfeitos. Esse trabalho foi alvo de diversas críticas, sendo, uma delas, a consideração da existência de um mercado de capitais perfeito (ALMEIDA, 2014; SEGURA, 2012; PRADO, 2019).

Modigliani e Miller (1963), devido às críticas, ajustaram uma das premissas do artigo publicado em 1958, ao incorporarem o aspecto tributário, defendendo que as empresas com

elevado nível de endividamento obtêm benefício fiscal da dívida, em função da dedutibilidade dos juros pagos pelo uso do capital de terceiros, ou seja, quanto maior a alavancagem, menor o valor do imposto a pagar, conseqüentemente, elevando o valor da empresa (JONES, 2018; ROCHA, 2014; PRADO, 2019).

Contudo, “a existência de um benefício fiscal com o endividamento, não significa, necessariamente, que as empresas devam usar a quantidade máxima de dívida em suas estruturas de capital” (JARDIM, 2018, p. 22), já que o excesso da dívida poderá elevar os custos da sua manutenção, a probabilidade do não cumprimento das obrigações financeiras e os custos de falência (PESTANA, 2017), pois quanto maior a dívida, maior será o risco de falência (SILVA, 2018).

A partir dos trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963), inúmeras pesquisas sobre estrutura de capital foram desenvolvidas, porém o assunto ainda provoca opiniões conflitantes, não havendo consenso nas respostas (NISUYAMA, 2016; PRADO, 2019). Contudo, novas teorias surgiram, em destaque: teoria do *trade-off* (MYERS, 1984); teoria do *pecking order* (MYERS 1984; MYERS; MAJLUF, 1984) e a teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

De acordo com Moura et al. (2020), a teoria da agência pressupõe que, para maximizar o valor das empresas, deve-se criar uma estrutura de capital ótima e minimizar os conflitos de interesse entre as partes interessadas, assim para Silva (2016, p. 23-24) “a teoria da agência está associada à teoria do *trade-off*, à medida que o grau de endividamento ótimo também deve levar em consideração os reflexos decorrentes dos custos inerentes aos conflitos de interesses entre os diversos agentes do mercado”.

### **2.3.1 Teoria do *Trade-off* (TOT)**

A teoria *Trade-Off* (MYERS, 1984) emerge do trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958, 1963) (PAMPLONA, DAL MAGRO e SILVA, 2017). “Ao contrário da teoria de MM, que parecia afirmar que as empresas deveriam se endividar ao máximo possível, essa teoria evita previsões extremas e justifica índices moderados de endividamento” (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013, p. 423).

Dessa forma, a teoria do *Trade-Off* está ancorada na existência de uma estrutura de capital ótima, capaz de propiciar a maximização do valor da companhia, o que se daria através do

equilíbrio entre o benefício fiscal, decorrente da dedução dos juros do endividamento na apuração do imposto de renda, e os custos da falência, que estão relacionados com os custos advindos das dívidas, que se tornam maiores quanto mais endividada for a companhia (MYERS, 2001; FAMA; FRENCH, 2002; FRANK; GOYAL, 2008; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013).

Com relação à referida ideia, a empresa pode aumentar seu endividamento até o custo da falência atingir um equilíbrio com o benefício fiscal, e neste ponto é alcançado o nível de endividamento ótimo, e o valor da empresa é maximizado. A partir desse nível, o endividamento passa a reduzir o valor da empresa (MYERS, 2001), já que o benefício fiscal da dívida fica comprometido pelo fato de o custo da falência superá-lo (KRAUS; LITZENBERGER, 1973).

O crescimento das dívidas, segundo Brito; Corrar; Batistella (2007, p. 11), “pressiona os fluxos de caixa da empresa em razão da obrigação com pagamento de juros e amortização do principal, levando a uma maior probabilidade de falência e, conseqüentemente, à elevação do custo de capital de terceiros”. Porém, a teoria do *trade-off* reconhece que os objetivos para os índices de endividamento podem variar de empresa para empresa (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013). Assim, para Gitman (2010), o que é aceitável em determinado setor de atividade pode ser altamente arriscado em outro, pelas características operacionais que cada um apresenta.

As empresas com ativos tangíveis e com elevados rendimentos tributáveis deveriam estabelecer índices de endividamento elevados, sendo propensas a se financiar com dívidas. Por outro lado, as empresas não rentáveis, com ativos intangíveis arriscados, terão menor capacidade de financiamento; dessa forma, deveriam se basear no financiamento por capital próprio (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013; GITMAN, 2010), visto que esses ativos não representam boas garantias para as dívidas (MYERS, 2001).

A teoria do *trade-off* pode ser dividida em dois modelos: (I) o estático, que foca o endividamento apenas em um único período, tornando-se deficiente para explicar o comportamento da empresa real em relação a variáveis que operam em mais de um período, e (II) o dinâmico, que faz a análise do endividamento em múltiplos períodos, sendo muito mais rigoroso do que o modelo estático (BESSLER; DROBETZ; KAZEMIEH, 2011).

Uma característica atrativa desses modelos dinâmicos, segundo Silva (2016, p. 27), “é que eles tentam desenvolver uma estrutura unificada que pode abarcar simultaneamente muitos fatores”. Contudo, Brealey, Myers e Allen (2013) afirmam que a teoria do *trade-off* não consegue explicar, por exemplo, por que algumas das empresas mais bem-sucedidas prosperam com pouco endividamento. Nesse caso, a teoria não funciona, pois prevê exatamente o contrário. Para Tristão e Sonza (2019), ela não respondeu a questões relacionadas às características das empresas e sua influência nas decisões de financiamento, tão pouco, explicou fatos importantes como a existência de assimetria de informação.

### **2.3.2 Teoria do *Pecking Order* (POT)**

A teoria do *Pecking Order* (POT), ou simplesmente, “teoria da hierarquização das fontes de financiamento”, desenvolvida por Myers (1984), Myers e Majluf (1984), é baseada na assimetria de informação, que, segundo Gitman (2010, p. 491), “surge quando os administradores de uma empresa dispõem de mais informações do que os investidores sobre as operações e as perspectivas futuras”.

Em Brealey, Myers e Allen (2013, p. 424), a assimetria de informação “indica que os gestores financeiros sabem mais acerca das perspectivas, dos riscos e dos valores das respectivas empresas do que os investidores externos”. Portanto, configura-se numa desigualdade de acesso às informações entre indivíduos, podendo trazer oportunidade de ganhos extras aos primeiros.

De acordo com a teoria do *Pecking Order*, as empresas utilizam uma ordem hierárquica na captação de novos recursos para financiar seus projetos, buscando primeiramente o uso dos recursos internos gerados pelos lucros acumulados. Em seguida, busca o financiamento com capital de terceiros, via endividamento e, finalmente, o financiamento externo com capital próprio, por meio da emissão de títulos de dívida e/ou emissão de novas ações (GITMAN, 2010; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013). Portanto, nessa teoria existem duas fontes de capitais próprios, interna e externa.

Myers (1984), Albanez e Valle (2009) afirmam que a hierarquização visa proporcionar a captação de recursos de forma mais acessível e menos onerosa, pelo fato de o último nível de captação (emissão de ações) ser influenciado pela assimetria da informação. Assim, de acordo

com a teoria do *Pecking Order*, as empresas deveriam financiar novos investimentos com os títulos menos sensíveis à informação.

O índice de endividamento em cada empresa reflete as suas necessidades acumuladas de financiamento exterior, dessa forma, (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013, p. 427) argumentam que:

A hierarquia de fontes explica a razão por que as empresas mais lucrativas geralmente pedem menos dinheiro emprestado – não por terem como objetivo índices de endividamento baixos, mas por não precisarem de recursos externos. As empresas menos lucrativas adquirem dívida porque não dispõem de fundos internos suficientes para financiar o seu plano de investimentos e porque o financiamento por dívida está em primeiro lugar na hierarquia de fontes do financiamento *externo*.

Na perspectiva da POT, os lucros acumulados reduziriam a necessidade da utilização de capitais de terceiros (ARDALAN, 2017), assim, as empresas recorrem ao financiamento externo apenas quando os recursos internos estão esgotados (PESTANA, 2017). Em geral, as decisões de financiamento dependem não apenas da natureza da organização e de seu ambiente econômico, mas também das características pessoais de seus principais gestores (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013, p. 428).

### **2.3.3 Teoria da Agência**

A Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) tem o foco nas relações entre o principal (proprietário) e o agente (gestor), e pode ser entendida como um contrato pelo qual o principal delega ao agente a sua autoridade na tomada de decisões para a realização de tarefas ou serviços em seu nome. Para Nisiyama (2016, p. 26), “surge daí o problema de agência, já que não é possível garantir que o agente sempre tomará as decisões ótimas de acordo com o ponto de vista do principal”.

Portanto, poderá ocorrer conflito entre os objetivos do principal e do agente, visto que os gestores das empresas poderão tomar decisões com o objetivo de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976). “Assim, os administradores e os acionistas, se deixados a si mesmos, procurarão agir em defesa de seus interesses próprios” (BASTOS; NAKAMURA, 2009, p. 78).

Segundo Moura (2014), estudos que enfocam a Teoria da Agência nas empresas familiares (CHRISMAN; CHUA; SHARMA, 2005; VILLALONGA; AMIT, 2006; YOUNG et al. 2008; MAZZI, 2011) têm se concentrado tanto nas relações com conflito de interesses entre principal e agente (Problema de Agência I), quanto nas relações com conflito de interesses entre principal e principal (Problema de Agência II), ou seja, entre os acionistas majoritários e os minoritários.

Na visão de Ettore e Maia (2018), Zborowski (2009), no Problema de Agência I, os gestores podem possuir interesses diferentes dos proprietários, o que pode provocar o não alcance dos resultados por parte da empresa devido à falta de alinhamento dos interesses. No Problema de Agência II, os controladores podem divergir dos sócios minoritários nas decisões do que seria mais adequado para a organização, já que os minoritários teriam menor poder decisório na continuidade da mesma e estariam mais vulneráveis às decisões dos controladores.

Segundo Lutz e Schraml (2012), Moura et al., (2018), nas empresas familiares a responsabilidade de gerenciar é muitas vezes, pelo menos em parte, entregue a gerentes não familiares. Tal fato pode ser visto de maneira negativa (podendo criar problemas devido à separação entre propriedade e gerenciamento), ou positiva (gerentes externos podem trazer valiosos recursos, como experiência específica do setor ou experiência específica da função).

Desse modo, a partir da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), quando o controle e a gestão são familiares, os conflitos podem ser atenuados, pois os interesses entre proprietários e gestores estarão altamente alinhados (ANDERSON; REEB, 2003; LIU; YANG; ZHANG, 2012); daí, os custos de agência oriundos do conflito principal-agente serão inferiores (VILLALONGA; AMIT, 2006), já que os membros da família atuarão como principal e agente (ANDERSON; REEB, 2003; MAURY, 2006), criando um comportamento coletivo e a subordinação dos interesses pessoais aos objetivos da família (EDDLESTON; KELLERMANS, 2007).

Por outro lado, um controle e gestão familiar podem agravar o conflito principal-principal, ou seja, entre famílias, minoritários e outros *stakeholders*, sob a perspectiva do efeito-entrenchamento, que, segundo Silveira et al., (2004, p. 363), “ocorre quando, a partir de uma certa concentração da propriedade, os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do controle à custa dos demais investidores”. Nesse caso, a gestão familiar pode contribuir para que os proprietários familiares (majoritários) possam expropriar os

minoritários e outros stakeholders (VILLALONGA; AMIT, 2006; LIU et al., 2012). Com isso, os custos de agência oriundos do conflito principal-principal se intensificariam e o valor da firma diminuiria (CAIXE; KRAUTER, 2013).

Chrisman, Chua e Litz (2004) explicam que o termo "custos de agência" foi criado por Jensen e Meckling (1976) para nomear os custos de todas as atividades e sistemas operacionais projetados para alinhar os interesses e/ou ações dos gestores com os interesses dos proprietários, ou seja, são oriundos da busca de resolução dos conflitos de interesses entre esses atores e são referentes à soma de:

- I) Custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente, para assegurar que o agente seguirá o interesse do principal;
- II) Gastos com a concessão de garantias contratuais por parte do agente, visando mostrar ao principal que seus atos não são prejudiciais a ele e;
- III) Custo residual devido à diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e a do principal.

## **2.4 Estudos Correlatos e Desenvolvimento das Hipóteses**

A seguir são apresentadas as hipóteses da pesquisa, a serem testadas de acordo com cada indício encontrado na literatura.

### **2.4.1 A idade do CFO**

Sob a ótica de Hambrick e Mason (1984), a idade dos executivos afeta suas decisões estratégicas. Nesse sentido, alguns estudos supõem que equipes de direção mais velha possuem várias distinções em termos de maior experiência nos negócios e autocontrole, tendo vantagem em relação aos gestores mais jovens (PENI, 2014).

Os modos maduros de pensar das equipes de direção mais velha e sua sabedoria os ajudarão no processo de tomada de decisão (TULUNG; RAMDANI, 2016). Dessa forma, conseguem comandar as empresas tomando decisões estratégicas, cedendo menos às pressões internas e externas (ZAHRA; PRIEM; RASHEED, 2007). Já nas empresas onde os gestores são mais jovens, eles especulam mais, o que faz com que corram mais riscos (BEBER; FABBRI, 2012).

Bertrand e Schoar (2003) verificaram que gestores mais velhos tendem a apresentar menores níveis de alavancagem financeira e, conseqüentemente, priorizam a utilização do capital próprio (LUNKES et al., 2019). Dessa forma, a literatura tem mostrado que os membros das equipes de direção mais velhos reduzem o risco da empresa por meio de políticas de investimento menos arriscadas, sendo mais conservadores, enquanto os mais jovens estão inclinados a tomar decisões estratégicas mais arriscadas (ENSLEY; PEARSON; PEARCE, 2003; SERFLING, 2014). Assim, os membros das equipes de direção mais velhos tendem a priorizar uma estrutura de capital mais conservadora, com menor uso da dívida, conseqüentemente, priorizando a utilização do capital próprio (CHEN et al., 2010); em contrapartida, as equipes de gestão mais jovens tendem a utilizar maior proporção de capital de terceiros. Nesse sentido, formula-se a seguinte hipótese:

- H1: A idade do CFO apresenta uma relação negativa com o endividamento das empresas familiares.

#### **2.4.2 Experiência Profissional do CFO**

De acordo com Matemilola et al., (2018), a teoria do escalão superior identifica os principais gerentes como recursos humanos importantes que usam sua experiência para formular estratégias eficazes, como a estrutura ideal de capital.

Girigori (2013) estudou a associação entre a experiência dos diretores financeiros e o desempenho da empresa usando um conjunto de dados dos CEOs e CFOs dos EUA de 2001 a 2011. Os resultados mostram que os CFOs que trabalharam na empresa antes de se tornarem CFO afetam significativa e positivamente o desempenho da empresa.

Sun e Rakhman (2013), usando uma amostra de empresas do S&P 500 de 2005, exploraram a associação entre a experiência financeira de um diretor financeiro e a responsabilidade social empresarial (RSE) e constataram que a experiência de CFO está positivamente relacionada à RSE em um nível significativo. As conclusões sugerem que os CFOs com mais experiência se envolvem em mais atividades de RSE do que os CFOs com menos experiência. Para Michel e Hambrick (1992), esse maior envolvimento pode produzir coesão social, aumentar a socialização e levar a um melhor desempenho empresarial.

Matemilola et al., (2018) usaram a teoria do *trade-off* para investigar a experiência gerencial dos altos executivos como determinante da estrutura de capital. Os resultados revelam que, à medida que a experiência dos principais gerentes aumenta, a dívida total contábil e os índices de dívida de longo prazo aumentam, e que os gerentes experientes maximizam os benefícios da proteção fiscal sobre os juros da dívida, e os principais gerentes podem aumentar o valor da empresa.

Porém, na visão de Herrmann e Datta (2005), a idade pode ser vista como indicador de experiência, ou seja, maior idade pode levar à maior experiência profissional. Bertrand e Schoar (2003) verificaram que gestores mais velhos tendem a apresentar menores níveis de alavancagem financeira, consequentemente priorizam a utilização do capital próprio (LUNKES et al., 2019). Então, por similaridade, pode-se deduzir que a experiência profissional também leva a um menor endividamento.

Diante do exposto, postula-se a seguinte hipótese:

- H2: A experiência profissional do CFO apresenta uma relação negativa com o endividamento das empresas familiares.

### **2.4.3 Tempo no cargo do CFO**

Han, Zhang e Han (2015), num estudo em que usam uma amostra de 119 empresas com um design longitudinal, verificaram que uma parceria estratégica entre o Diretor Financeiro (CFO) e o Diretor Executivo (CEO) tem uma influência positiva no desempenho financeiro da empresa. Além disso, os resultados mostraram que as semelhanças no nível educacional e tempo no cargo do CEO e CFO na empresa têm um efeito positivo indireto no desempenho financeiro da empresa.

Hiebl (2013b) buscou fornecer uma visão geral da teoria dos escalões superiores e suas aplicações atuais na contabilidade gerencial e na pesquisa de controle. Entre outros resultados, ele mostra que os CFOs mais jovens e com menor tempo no cargo, e os principais gerentes com formação em negócios estão associados a sistemas de contabilidade e controle gerenciais mais inovadores e sofisticados.

Finkelstein e Hambrick (1990) verificaram num estudo a relação entre o tempo de mandato dos gestores do alto escalão e o desempenho de suas organizações. Os resultados mostram que o tempo de mandato do TMT tem uma influência grande sobre a persistência estratégica, conformidade estratégica e de resultado. Assim, Ting et al., (2015) sugerem que, quanto mais complexa uma decisão, mais importantes são as características pessoais dos tomadores de decisão. Dessa forma, Frank e Goyal (2007) descobriram que, quanto maior o tempo de mandato do TMT, menor a alavancagem da organização. Chen et al. (2010) observaram que, à medida que a posse do TMT aumenta, eles se tornam mais avessos ao risco e tendem a usar uma dívida menor.

Bortoluzzi et al., (2016) verificaram se há influência da idade, nível de formação e tempo no cargo da equipe de direção no endividamento das empresas listadas no setor cíclico da BM&FBovespa. Os resultados mostram que o tempo no cargo dos gestores da equipe de direção apresenta uma relação negativa com o endividamento (participação de capitais de terceiros) das empresas.

Nesse contexto, formulou-se a seguinte hipótese:

- H3: O tempo no cargo de CFO apresenta uma relação negativa com o nível de endividamento das empresas familiares.

#### **2.4.4 Nível Educacional do CFO**

Beber e Fabbri (2012) postularam que a formação educacional pode ser importante para o gerenciamento de riscos, simplesmente porque fornece ao gerente melhores informações. Dessa forma, para Hambrick e Mason (1984) o nível de formação elevado aumenta a capacidade de processamento dessas informações, além de ser um fator determinante para mensurar a receptividade de uma inovação.

Na perspectiva de Herrmann e Datta (2005), o elevado nível educacional do TMT confere à empresa maior capacidade de processamento de informações. De acordo com Beber e Fabbri (2012), os titulares de um *Master of Business Administration* (MBA) podem ter uma vantagem de informação em relação ao mercado, o que lhes permite prever movimentos futuros da taxa de câmbio com mais precisão, fazendo com que tenham mais confiança e, portanto, sendo mais tolerantes ao risco.

Frank e Goyal (2007) descobriram que os TMTs com MBA mantinham maiores índices de alavancagem e maior rapidez no ajustamento do nível de endividamento. Para Geletkanycz e Black (2001) uma possível explicação para esse estilo mais agressivo de executivos com MBA é que eles são mais hábeis na tomada de decisões estratégicas e possuem maior capacidade de identificar oportunidades de negócios. Assim, para Bortoluzzi et al., (2016), os gestores com maior nível de formação podem ser muito confiantes em suas decisões e menos propensos a optar por uma estrutura de capital conservadora para o financiamento do investimento.

Com base na teoria, os TMTs com nível superior são menos avessos ao risco, mais abertos a novas ideias, mudanças e oportunidades de investimento (BARKER; MUELLER, 2002). Portanto, os níveis de ensino superior são significativamente positivos em relação à alavancagem financeira da empresa (RAKHMAYIL; YUCE, 2011). A partir dessa ideia, formulou-se a seguinte hipótese:

- H4: O nível educacional do CFO é positivamente associado com o endividamento das empresas familiares.

## **2.5 Novo Mercado da BM&FBOVESPA, atual B3**

O segmento Novo Mercado da BOVESPA, atual B3, foi lançado em 2000 e, a partir da primeira listagem, em 2002, tornou-se padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital (BM&FBOVESPA, 2017). Assim, o Novo Mercado se destina a companhias que se submetam a exigências mais avançadas em termos de direitos dos acionistas investidores e melhores práticas de governança corporativa (RIBEIRO NETO e FAMÁ, 2002), além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle (LIMA et al., 2015).

Desde a sua criação, o Novo Mercado passou por revisões em 2006 e 2011. Recentemente, após extenso trabalho conjunto entre B3, participantes do mercado e companhias listadas, a nova versão do Regulamento do Novo Mercado foi aprovada em audiência restrita pelas companhias listadas em junho de 2017 e pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários em setembro de 2017, entrando em vigor em 02 de janeiro de 2018 (BM&FBOVESPA, 2017).

Entre as regras do Novo Mercado relacionadas à estrutura de governança e direitos dos acionistas, tem-se, as apresentadas no Quadro 4.

Quadro 4 - Regras do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

<ul style="list-style-type: none"> <li>• O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias (ON) com direito a voto;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• No caso de alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (<i>tagalong</i> de 100%) atribuído às ações detidas pelo controlador;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Instalação de área de Auditoria Interna, função de <i>Compliance</i> e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário);</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Em caso de saída da empresa do Novo Mercado, realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por valor justo, sendo que, no mínimo, 1/3 dos titulares das ações em circulação devem aceitar a OPA ou concordar com a saída do segmento;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• O conselho de administração deve contemplar, no mínimo, 2 ou 20% de conselheiros independentes, o que for maior, com mandato unificado de, no máximo, dois anos;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (<i>freefloat</i>), ou 15%, em caso de ADTV (<i>averagedaily trading volume</i>) superior a R\$ 25 milhões;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estruturação e divulgação de processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Elaboração e divulgação de políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração);</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Divulgação simultânea, em inglês e português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e <i>press releases</i> de resultados;</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos e acionistas controladores.</li> </ul>

Fonte: BM&FBOVESPA (2017)

Essas exigências feitas pela Bovespa requerem grande esforço por parte das empresas que desejam aderir ao Novo Mercado e nele permanecer. Contudo, segundo Ribeiro Neto e Famá (2002, p. 36), “a Bovespa espera oferecer maior valorização das ações e maior volume negociado para as empresas. Para os acionistas investidores, os principais atrativos serão a maior proteção e a transparência”.

No próximo capítulo, abordam-se os procedimentos metodológicos adotados no estudo.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Neste capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos da pesquisa. Inicia-se com a sua caracterização, o delineamento da população e amostra, bem como os critérios adotados para coleta e análise dos dados. Na sequência, definem-se as variáveis e também os modelos estatísticos utilizados para apuração dos resultados.

#### **3.1 Caracterização da pesquisa, população e amostra**

O estudo foi estruturado sob diferentes aspectos metodológicos: (I) quanto aos objetivos, (II) aos procedimentos da pesquisa e, (III) à abordagem do problema. Em relação aos objetivos, a pesquisa caracteriza-se como descritiva. Gil (2008, p. 28) formula que “pesquisas deste tipo têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou estabelecimento de relações entre variáveis”.

Do ponto de vista dos procedimentos técnicos, a pesquisa é documental, uma vez que os dados foram obtidos a partir de coleta de fontes primárias e secundárias, valendo-se de materiais não editados, ou seja, que ainda não haviam recebido tratamento analítico (COOPER; SHINDLER, 2011; GIL, 2008).

No que tange a abordagem do problema, esta pesquisa configura-se como quantitativa, pois a mesma emprega métodos estatísticos para quantificação tanto na coleta como no tratamento dos dados de algum comportamento, conhecimento, opinião ou atitude (COOPER; SHINDLER, 2011; RICHARDSON, 2012).

A população foi composta por 147 empresas que apresentavam ações negociadas no segmento do Novo Mercado da (B3), ativas em 2020. Optou-se por esse segmento devido ao alto padrão de governança corporativa e de transparência apresentadas (PEREIRA, 2017). Assim, em teoria, possuem menor custo de captação de recursos, redução de assimetria informacional e risco aos investidores (DALLABONA et. al., 2010).

Para determinar a amostra, foram excluídas as empresas do setor financeiro / seguro (GOES et al., 2017), devido às peculiaridades desses setores quanto aos níveis de alavancagem financeira (BASTOS; NAKAMURA, 2009), já que elas obedecem a critérios de governança e de demonstração de resultados diferentes (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005), fazendo

com que suas demonstrações financeiras sejam significativamente diferentes das empresas listadas não financeiras (MATEMILOLA et al., 2018).

Também foram descartadas as empresas de utilidade pública porque suas decisões financeiras dependem do ambiente regulatório em que atuam (KAYO; BRUNALDI, ALDRIGHI, 2018) e por apresentarem uma estrutura de endividamento peculiar (MONTEIRO; GASPARETTO, LUNKES, 2019).

Foram excluídas as empresas que não dispunham das informações necessárias para cálculo das variáveis na base de dados Economática® e aquelas com informações incompletas nos Formulários de Referência da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), referentes aos cinco maiores acionistas, *CEOs*, *CFOs*, presidentes do conselho de administração.

As empresas que se encontravam em processo de recuperação judicial também foram desconsideradas, visto que, de acordo com (CVM, 2009, art. 36), “o emissor em recuperação judicial é dispensado de entregar o formulário de referência até a entrega em juízo do relatório circunstanciado ao final do processo de recuperação”. Dessa forma, a amostra inicial foi determinada conforme a Tabela 1.

Tabela 1 - Determinação da amostra inicial

Descrição	Quantidade
Empresas no Segmento do Novo Mercado	147
( - ) Setor de atuação Financeiro / Seguro	18
( - ) Setor de atuação Utilidade Pública	10
( - ) Empresas com formulários de referência apresentados a partir de 2014	25
( - ) Empresas em recuperação judicial	04
( - ) Empresas com informações incompletas	03
Total	87

Fonte: Brasil, Bolsa, Balcão (B3) (2020)

Na sequência, há a identificação e seleção das empresas familiares de acordo com a estrutura de propriedade, controle e gestão familiar que as mesmas apresentam. Para isso, utilizei os critérios adotados por (LA PORTA et al., 1999; GOES et al., 2017; BEUREN; PAMPLONA; LEITE, 2020): membros da família que detêm 20% ou mais (por intermédio de pessoas físicas) das ações da companhia com direito a voto, e/ou também, conforme (ANDERSON; REEB, 2003; VILLALONGA; AMIT, 2006): dois ou mais membros da família participando da administração dos negócios, como apresentado no Quadro 5.

Quadro 5 - Critérios para classificação das empresas familiares

Critérios	Descrição	Fonte	Referência
Estrutura de propriedade	Membros familiares possuem 20% ou mais das ações ordinárias.	Formulário de referência – Item 12.9 e 15.1/2	La Porta et. al., 1999; Villalonga e Amit, 2006; Goes et al., 2017; Beuren, Pamplona e Leite, 2020.
Controle familiar	Percentual de ações ordinárias em posse dos acionistas controladores		
Gestão familiar	Se algum membro da família faz parte do Conselho de Administração ou da alta administração	Formulário de Referência – Item 12.7/8 e 12.9	Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006; Goes et al., 2017; Beuren, Pamplona e Leite, 2020.

**Fonte:** Elaborado pelo autor

Com isso, foi considerada empresa familiar aquela que apresentasse resposta positiva para qualquer um dos três critérios citados anteriormente. Dessa forma, a amostra final foi composta por 33 empresas familiares que geraram 217 observações, representando 22,45% das empresas que apresentavam ações negociadas no segmento do Novo Mercado da (B3) em 2019 e que estão distribuídas por setores, conforme a Tabela 2.

Tabela 2 - Quantidade de empresas familiares por setor

Setor	Subsetor	Quantidade	%
Bens Industriais	Construção e engenharia	2	15,15
	Máquinas e equipamentos	2	
	Serviços diversos	1	
Consumo Cíclico	Comércio	1	51,52
	Construção civil	9	
	Diversos (aluguel de carro)	2	
	Educação	1	
	Eletrodomésticos	2	
	Tecidos, vestuários e calçados	2	
Consumo Não Cíclico	Alimentos processados	5	15,15
Materiais Básicos	Madeira e papel	2	9,09
	Químico e fertilizante	1	
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração, Refino e Distribuição	1	3,03
Saúde	Comércio e distribuição	2	6,06
<b>Total</b>		<b>33</b>	<b>100%</b>

**Fonte:** Brasil, Bolsa, Balcão (B3) (2020)

### 3.2 Coleta de dados

Foram levantados os dados dos cinco maiores acionistas, a porcentagem de ações ordinárias, os nomes do Presidente do Conselho de Administração, Diretor Presidente (CEO) e Diretor Financeiro (CFO) das empresas familiares, conforme adotado por (SEGURA; FORMIGONI, 2014).

A obtenção dos dados das demonstrações contábeis deu-se na base de dados Economática®. As informações do TMT foram coletadas dos últimos Formulários de Referência de cada ano, de modo que correspondam à posição vigente no encerramento de cada exercício, e são referentes ao item 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do Conselho Fiscal.

As informações sobre o tipo de estrutura de propriedade, concentração acionária, tipo de gestão e controlador direto e indireto para a classificação das empresas familiares foram coletadas manualmente, em cada ano, para cada empresa da amostra nos itens 12.7/8 - Composição dos comitês; 12.9 - Relações familiares; 15.1/2 - Posição acionária, e 8.1 - Aquisição/alienação ativo relevante, todas do Formulário de Referência no *site* da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), entre os meses de abril e setembro de 2020, e são referentes ao período de 2013 a 2019.

A escolha do referido período tem por base a afirmativa de Goes et al., (2017, p. 200), de que “o ano de 2013 marca o início do declínio da economia brasileira após 2010 e o impacto no valor das empresas tende a ser severo, sobretudo naquelas com restrições de crédito como as empresas familiares”.

Em resumo, durante as crises as empresas podem precisar de mais financiamento de dívida para lidar com a falta de recursos internos (ZEITUN; TEMIMI; MIMOUNI, 2016), porém, os empréstimos tornam-se escassos e mais caros, os riscos aumentam e as perspectivas da empresa são geralmente modestas (IVASHINA; SCHARFSTEIN, 2010, VITHESSONTHI; TONGURAI, 2015).

### **3.3 Técnicas estatísticas**

Na análise dos dados adotou-se a estatística descritiva, a análise de correlação e regressões com Dados em Painel, com o uso do *software Statistical Analysis Software – STATA 14*.

#### **3.3.1 Estatística descritiva**

A estatística descritiva tem como características o uso de técnicas quantitativas que descrevem e resumem um conjunto de dados, calculando índices como média, mediana, moda, variância e desvio-padrão (HAIR Jr. et al. 2009). Segundo Fávero (2020, p. 21), “a

estatística descritiva descreve e sintetiza as características principais observadas em um conjunto de dados por meio de tabelas, gráficos e medidas-resumo, permitindo ao pesquisador melhor compreensão do comportamento dos dados”.

### 3.3.2 Dados em painel

Para Fávero et al., (2009), a estimação dos dados em painel possibilita maior quantidade de informação, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação.

Nos dados em painel, segundo Gujarati e Porter (2011), a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo, ou seja, tem uma dimensão espacial e outra temporal, sendo também chamados de dados combinados. Assim, para Wooldridge (2014), ele consiste na observação  $n$  entidades para dois ou mais período de tempo.

Sobre os dados em painel, Póvoa (2013, p. 81-82) afirma que “permitem explorar, em simultâneo, variações das variáveis ao longo do tempo e entre diferentes indivíduos, ou seja, permitem uma análise quantitativa das relações econômicas reunindo dados temporais (*time-series*) e seccionais (*cross-section*) no mesmo modelo”.

As principais vantagens dos dados em painel, segundo Gujarati e Porter (2011), é a obtenção de dados mais informativos, com mais variabilidade, menor colinearidade, assim, como maior grau de liberdade e mais eficiência. São mais adequados para examinar a dinâmica da mudança, além de poder minimizar o viés que poderia resultar de um trabalho com um agregado número de empresas ou pessoas, e ainda permitem estudar modelos comportamentais mais complexos.

Todavia, de acordo com Jardim (2018, p. 44-45), “no modelo de dados em painel podem ocorrer problemas relacionados ao enviesamento de seleção, isto é, erros resultantes de seleção de dados que não formem uma amostra aleatória”.

Entre alguns estudos sobre estrutura de capital que utilizaram os dados em painel, podemos citar os internacionais, tais como: Miguel e Pindado (2001), Gaud et al., (2005), Tsoy e Heshmati (2017); e os nacionais: Correa, Basso e Nakamura (2013), Nisiyama (2016), Brito, Corrar e Batistella (2007), Cardoso e Pinheiro (2020), Jardim (2018), Póvoa (2013), Jones (2018), Ceretta et al., (2009), entre outros.

### 3.3.3 Multicolinearidade e heterocedasticidade

Na perspectiva de Gujarati e Porter (2011), a multicolinearidade originalmente significava a existência de uma relação linear perfeita entre as variáveis explanatórias do modelo de regressão. Hoje, o termo é usado em um sentido mais amplo, para incluir o caso de multicolinearidade perfeita.

Gazola (2002) define multicolinearidade como a existência de relações lineares entre as variáveis independentes, quando essa relação é exata, tem-se o caso da multicolinearidade perfeita. Para Fávero e Belfiore (2020, p. 549), “o problema de multicolinearidade ocorre quando há correlações muito elevadas entre variáveis explicativas e, em casos extremos, tais correlações podem ser perfeitas, indicando uma relação linear entre as variáveis”.

O método mais comum, empregado pelos pesquisadores para diagnosticar a multicolinearidade, é o da matriz de correlação entre as variáveis independentes, usando o coeficiente de correlação linear que tem valor entre  $-1$  e  $1$ . Quanto mais próximo de  $1$  e  $-1$  maior é a tendência de relação linear positiva e negativa respectivamente (DANTAS, 1998). No diagnóstico da multicolinearidade, correlações maiores que  $0,8$  sinalizam que a multicolinearidade será um problema sério. Esse método apresenta facilidade na sua aplicação, porém não identifica eventuais relações entre mais de duas variáveis simultaneamente (WOOLDRIDGE, 2014; GUJARATI; PORTER, 2011; FÁVERO; BELFIORE, 2020).

Outro método, também usado para detectar a multicolinearidade, é a análise de fator de inflação de variância (Teste FIV – *Variance Inflation Factor*), que permite investigação mais robusta, considerando que o problema de multicolinearidade surge com valores de VIF acima de  $10$ , assim, quanto maior for o fator de inflação da variância, mais severa será a multicolinearidade (WOOLDRIDGE, 2014; FÁVERO; BELFIORE, 2020; JARDIM, 2018).

Também há a estatística de tolerância, que é definida como  $1 - R^2$ , ou seja, é o inverso do VIF ( $1/\text{VIF}$ ) e varia entre  $0$  e  $1$ . Valores de tolerância próximos do zero indicam a presença da multicolinearidade.

De acordo com Gujarati e Porter (2011), há duas opções de medidas corretivas que se pode adotar quando a multicolinearidade for grave: (1) não fazer nada; ou (2) seguir alguns procedimentos.

- I) Não fazer nada: a escola do “deixa pra lá” é expressa por Blanchard, que diz que “a multicolinearidade é essencialmente um problema de deficiência de dados (de novo, a micronumerosidade), e, às vezes, não temos escolha sobre os dados disponíveis para análise empírica”.
- II) Seguir alguns procedimentos: pode-se tentar seguir as regras práticas para resolver o problema da multicolinearidade; o sucesso dependerá da gravidade do problema de colinearidade.
- a) Uma informação *a priori*;
  - b) Combinando dados de corte transversal e de séries temporais;
  - c) Exclusão de variável (is) e viés de especificação;
  - d) Transformação de variáveis;
  - e) Dados adicionais ou novos;
  - f) Reduzindo a colinearidade em regressões polinomiais;
  - g) Outros métodos de remediar a multicolinearidade.

Segundo Nisiyama (2016, p. 67), “a presença da heterocedasticidade, ou seja, a não constância da variância dos resíduos ao longo da variável explicativa, pode invalidar o modelo em relação aos pressupostos exigidos para uma regressão linear”. Dessa forma, a heterocedasticidade indica que a variância de  $Y|X$  não é constante, ou seja, a hipótese constante é violada (GUJARATI e PORTER, 2011). Ela ocorre com frequência quando trabalhamos com dados em corte transversal ou *cross-section* (WOOLDRIDGE, 2014).

Os erros de especificação quanto à forma funcional ou omissão de variáveis relevantes podem gerar heterocedasticidade nos modelos (FÁVERO; BELFIORE, 2020). Para detectar tal problema, o teste de *Breusch-pagan* geralmente é realizado, sendo que a rejeição da hipótese nula indica presença da heterocedasticidade no modelo (NISIYAMA, 2016).

Segundo Silva (2016, p. 95) “Para a correção da heterocedasticidade, pode-se utilizar as variáveis em Log, o qual minimiza o problema, ou modelos como o MQP (Mínimos Quadrados Ponderados), MQGF (Mínimos Quadrados Generalizados Factível), ou Erro Robusto”.

De acordo com Jardim (2018, p. 46) “Para efeito de correção e ajustes da heterocedasticidade, é comumente utilizado, no *software Stata*, o comando *robust*”. Assim, para minimizar os problemas com heterocedasticidade e autocorrelação dos erros, foram utilizados os erros-padrão robustos nos modelos estimados.

### 3.3.4 Modelos de regressão com dados em painel

Entre os modelos existentes na literatura, que combinam dados de séries temporais e dados em corte transversal, a opção nesta tese será abordar três modelos de regressão com dados em painel: Modelo *Pooled* (dados agrupados); Modelo de efeitos fixos e Modelo de efeito aleatório (GUJARATI; PORTER, 2011).

A regressão com dados em painel é classificada em balanceado (cada unidade *cross-section* possui o mesmo número de observações temporais) e não balanceado ou desbalanceado (cada unidade *cross-section* possui diferentes números de observações temporais) (GUJARATI; PORTER, 2011; PARK, 2011).

Também existem os termos “painel curto e painel longo” na literatura sobre a regressão com dados em painel. Segundo Gujarati e Porter (2011, p. 589), “Em um painel curto, o número de sujeitos de corte transversal,  $N$ , é maior que o número de períodos de tempo,  $T$ . Em um painel longo,  $T$  é maior que  $N$ ”.

#### a) Modelo *Pooled* (dados agrupados)

O modelo *Pooled* trata os dados de forma agrupada, desconsiderando o efeito do tempo e o efeito individual de cada empresa, bem como a heterogeneidade dos indivíduos. Nesse modelo, o intercepto é o mesmo para toda a amostra, ou seja, assume-se que todos os elementos da amostra possuem comportamento idêntico. O modelo ainda mantém as premissas clássicas da regressão linear múltipla, sendo seus estimadores eficientes e não viesados, obtidos pelos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS – *Ordinary Least Squares*) (PARK, 2011).

#### b) Modelo de efeitos fixos (*Fixed-Effects Model*)

O modelo de efeitos fixos conta com a heterogeneidade entre indivíduos, permitindo que cada um tenha seu próprio intercepto que é invariante ao longo do tempo, levando em consideração as características únicas de cada unidade do corte transversal. No entanto, considera que os coeficientes angulares são constantes entre unidades. Seus estimadores são obtidos pelos mínimos quadrados ordinários (*ordinary least squares*– OLS), com o método de estimação do efeito *within* (dos indivíduos) (GUJARATI; PORTER, 2011).

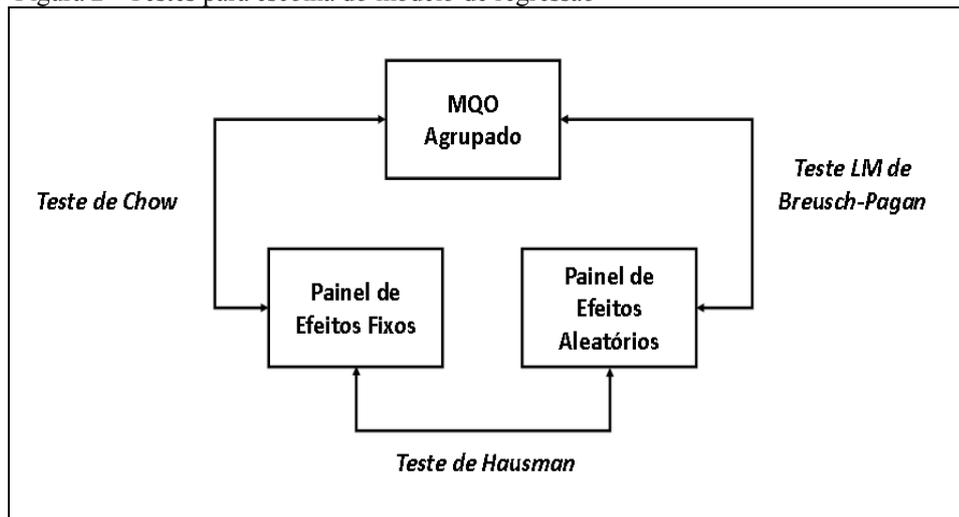
c) Modelo de efeitos aleatórios (*Random Effects Model*)

No modelo de efeitos aleatórios, assume-se que a variação entre os indivíduos é aleatória (NISUYAMA, 2016), e que a influência do comportamento do indivíduo ou o efeito do tempo não podem ser conhecidos. Portanto, admite-se a existência do erro não correlacionado com os regressores (CERETTA et al., 2009). Essa abordagem trata os interceptos como variáveis aleatórias (CATAPAN, 2011). De acordo com Marques (2000), o modelo considera que o comportamento do indivíduo e do tempo não pode ser observado nem medido, e que, em grandes amostras, esse desconhecimento pode ser representado por uma variável aleatória normal, ou seja, o erro. Os estimadores do modelo de efeitos aleatórios são obtidos pelos mínimos quadrados generalizados (*Generalized Least Squares - GLS*).

### 3.3.4.1 Seleção do modelo de regressão com dados em painel

O processo de escolha do modelo de regressão mais apropriado é realizado por meio de comparações entre os testes apresentados na Figura 2.

Figura 2 - Testes para escolha do modelo de regressão



Fonte: Nisiyama (2016, p. 84)

- (1) Primeiramente, aplica-se o Teste de *Chow*, que compara a regressão *Pooled* (agrupados) com o modelo de efeitos fixos para verificar o mais adequado; levantando se o intercepto é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos fixos) para todas as *cross-sections*. A hipótese  $H_0$  é de que os efeitos individuais sejam iguais a zero, ou seja, de que os interceptos são os mesmos para todas as unidades da amostra (GUJARATI; PORTER, 2011; NISUYAMA, 2016). Essa hipótese é testada através do F de Fischer: se a hipótese

nula é rejeitada, indica que pelo menos o intercepto de um indivíduo e/ou período de tempo específico não é zero, assim, o modelo de efeitos fixos deverá ser o selecionado (SILVA, 2016; PARK, 2011), ou seja, “se o resultado do teste for abaixo de 5%, opta-se por efeito fixo, se acima desse indicador, opta-se por *Pooled*” (SILVA, 2018, p. 60).

(i) Hipótese nula: interceptos comuns (Modelo Restrito – *Polled*)

(ii) Hipótese alternativa: interceptos diferentes para cada seção cruzada (EF).

- (2) Em seguida, o Teste de *Breusch–pagan* é aplicado visando comparar a regressão *Pooled* com o Modelo de Efeitos Aleatórios para identificar qual o modelo mais ajustado, verificando se a variância dos resíduos que refletem a diferenças individuais é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos aleatórios) de zero, dessa forma, a hipótese H0 é de que a variância dos erros que refletem diferenças individuais seja igual a zero. A rejeição de H0, leva a rejeição do modelo *Pooled* (MQO agrupado), assim o indicado é o modelo de efeitos aleatórios, ou seja, se o resultado for até 5%, opta-se por efeitos aleatórios, caso contrário, por *Pooled* (SILVA, 2018). O Teste é baseado no multiplicador de Lagrange (GUJARATI; PORTER, 2011; NISYAMA, 2016; PARK, 2011).

(i) Hipótese nula: interceptos comuns (Modelo Restrito – *Polled*).

(ii) Hipótese alternativa: interceptos diferentes para cada seção cruzada (EA).

- (3) Por fim, aplica-se o Teste de *Hausman* para comparar os resultados e verificar qual modelo, Fixo ou Aleatório, é o mais adequado para o estudo. A hipótese H0 é de que os estimadores do modelo de efeito fixo e do modelo de efeito aleatório não diferem significativamente. Se a hipótese nula for rejeitada, o modelo de efeito aleatório não é adequado porque os efeitos aleatórios provavelmente estão correlacionados com um ou mais regressores; portanto, o modelo de efeitos fixos é o apropriado (GUJARATI; PORTER, 2011; NISYAMA, 2016; PARK, 2011), ou seja, se o resultado do teste for acima 5%, se aceita a hipótese de efeitos aleatórios, caso contrário, de efeitos fixos (SILVA, 2018).

(i) Hipótese nula: resíduos não correlacionados com a variável explicativa (EF).

(ii) Hipótese alternativa: resíduos correlacionados com a variável explicativa (EA).

Os diagnósticos das hipóteses foram simplificados e descritos no Quadro 6.

Quadro 6 - Diagnóstico das hipóteses

Testes de Diagnóstico	Hipóteses
Teste (F) de Chow	<b>H<sub>0</sub></b> : Os interceptos são iguais para todas as <i>cross-sections</i> ( <i>pooled</i> ) <b>H<sub>1</sub></b> : Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos)
Teste de Breusch – Pagan (BP)	<b>H<sub>0</sub></b> : A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero ( <i>pooled</i> ) <b>H<sub>1</sub></b> : A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
Teste de Hausman	<b>H<sub>0</sub></b> : Modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios) <b>H<sub>1</sub></b> : Modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos)

Fonte: Adaptado de Fávero e Belfiore (2020), Gujarati e Porter (2011)

### 3.3.5 Modelo econométrico

O modelo econométrico geral para a premissa da relação do endividamento das empresas familiares brasileiras e as características observáveis do CFO, considera três equações aplicadas, em função dos diferentes tipos de endividamento (variáveis dependentes).

Foram construídas regressões lineares múltiplas, que segundo Hair et al, (2009, p. 176), é uma técnica estatística que pode ser usada para analisar a relação entre uma única variável dependente e múltiplas variáveis independentes (preditoras)". Sendo assim, pode-se estimar o grau de associação entre Y, variável dependente, e X, conjunto de variáveis independentes (explicativas).

No estudo, as regressões lineares múltiplas foram construídas a partir das três variáveis dependentes: Endividamento total contábil (ETC), Endividamento de longo prazo contábil (ELPC) e Endividamento de curto prazo contábil (ECPC), e com as variáveis independentes relacionadas aos CFOs, e a variáveis de controles, conforme os modelos a seguir:

Quadro 7 - Modelos de regressões lineares múltiplas usados no estudo

ETC <sub>i,t</sub>	$\alpha + \beta 1IDAD_i + \beta 2EXPER_i + \beta 3MAND_i + \beta 4EDUC_i + \beta 5IDAD_e + \beta 6TAM_i + \beta 7LUCR_i + \beta 8TANG_i + \beta 9CRESC_i + \beta 10VOLAI_i + \mu_i$ (Equa 1)
ELPC <sub>i,t</sub>	$\alpha + \beta 1IDAD_i + \beta 2EXPER_i + \beta 3MAND_i + \beta 4EDUC_i + \beta 5IDAD_e + \beta 6TAM_i + \beta 7LUCR_i + \beta 8TANG_i + \beta 9CRESC_i + \beta 10VOLAI_i + \mu_i$ (Equa 2)
ECPC <sub>i,t</sub>	$\alpha + \beta 1IDAD_i + \beta 2EXPER_i + \beta 3MAND_i + \beta 4EDUC_i + \beta 5IDAD_e + \beta 6TAM_i + \beta 7LUCR_i + \beta 8TANG_i + \beta 9CRESC_i + \beta 10VOLAI_i + \mu_i$ (Equa 3)

Fonte: Elaborado pelo autor

No Quadro 8, são apresentadas as definições dos dados usados na construção das regressões.

Quadro 8 - Definições dos dados usados nas regressões lineares múltiplas

ETC <sub>i,t</sub>	endividamento contábil da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
ELPC <sub>i,t</sub>	endividamento de longo prazo contábil da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .
ECPC <sub>i,t</sub>	endividamento de curto prazo contábil da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> .

Continua.....

Continuação.....

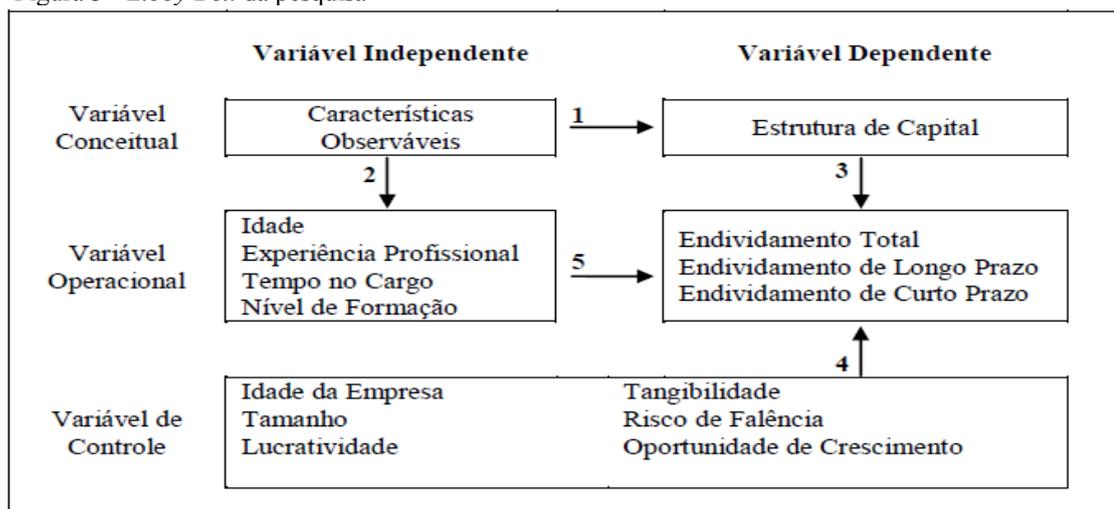
$\alpha$	é o intercepto da reta.
$\beta$	são os coeficientes angulares.
$IDAD_{i,t}$	variável independente “Idade do CFO” da empresa $i$ no ano $t$ .
$EXPER_{i,t}$	variável independente “Experiência profissional do CFO” da empresa $i$ no ano $t$ .
$MAND_{i,t}$	variável independente “Tempo no cargo do CFO” da empresa $i$ no ano $t$ .
$EDUC_{i,t}$	variável independente “Nível de formação do CFO” da empresa $i$ no ano $t$ .
$\mu_{i,t}$	é o termo de erro.
$IDAD_{e,i,t}$	Idade da empresa em anos
$TAM_{i,t}$	Tamanho da empresa, corresponde ao logaritmo natural do ativo total;
$LUCR_{i,t}$	Lucratividade representada pelo EBIT/Ativo total
$TANG_{i,t}$	Tangibilidade
$CRESC_{i,t}$	Oportunidade de crescimento, baseado na variação do ativo total
$VOLA_{i,t}$	Volatilidade, que corresponde ao Risco de Falência da empresa

Fonte: Elaborado pelo autor

### 3.4 Definição operacional das variáveis

As variáveis utilizadas no estudo foram definidas com base nas hipóteses de pesquisa e estão relacionadas às características observáveis do *CFO* e ao endividamento das empresas familiares brasileiras. Apresenta-se, na Figura 2, o *libby box* da pesquisa.

Figura 3 - *Libby Box* da pesquisa



Fonte: Adaptado de Libby, Bloomfiel e Nelson (2002)

Legenda: (1) as variáveis conceituais que evidenciam a validade externa; (2 e 3) a Validade do constructo; (4) a validade interna e (5) a validade estatística.

#### 3.4.1 Variável dependente

As variáveis dependentes são referentes à estrutura de capital das empresas e representadas pelo endividamento total contábil (ETC), endividamento de longo prazo contábil (ELPC) e

endividamento de curto prazo contábil (ECPC), conforme sugerem alguns trabalhos internacionais (FRANK; GOYAL, 2009; HANG et al., 2017; ABDIOĞLU, 2019; MATEMILOLA et al., 2018) e nacionais (BASTOS; NAKAMURA, 2009; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013; CAVALCANTI et al., 2016; MOURA et al., 2020).

O trabalho utiliza dívida total, de longo e curto prazo contábil, porque, segundo Matemilola et al., (2018), elas não são afetadas pela flutuação do preço das ações em comparação com as dívidas de mercado. A equação, definição operacional e referências das variáveis dependentes são apresentadas na Tabela 3. Os valores foram coletados na base de dados Economática®.

Tabela 3 - Variáveis dependentes

Variáveis	Equação	Definição operacional	Referências
Endividamento Total Contábil (ETC $i,t$ )	$\frac{PC_{i,t} + PNC_{i,t}}{AT_{i,t}}$	A razão entre as dívidas totais e os ativos totais	Frank e Goyal (2009); Hang et al. (2017); Abdioğlu (2019); Matemilola et al., (2018); Bastos e Nakamura (2009); Rajan e Zingales (1995); Kaveski et al., (2015).
Endividamento de Longo Prazo Contábil (ELPC $i,t$ )	$\frac{PNC_{i,t}}{AT_{i,t}}$	A relação entre as obrigações de longo prazo e o ativo total	Frank e Goyal (2009); Abdioğlu (2019); Lucky e Michael (2019); Cavalcanti et al. (2016); Kaveski et al., (2015).
Endividamento de Curto Prazo Contábil (ECPC $i,t$ )	$\frac{PC_{i,t}}{AT_{i,t}}$	A razão entre o passivo de curto prazo e o ativo total	Bastos e Nakamura (2009); Segura (2012); Cavalcanti et al. (2016); Monteiro, Gasparetto e Lunkes (2019); Kaveski et al., (2015).

**Fonte:** Elaborado pelo autor

Os cálculos para determinação das variáveis dependentes têm como base as equações apresentadas na Tabela 3, sendo:

- I)  $ETC_{i,t}$  = Endividamento total contábil 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  $t$  e  $AT_{i,t}$  = Ativo total da empresa  $i$ , no ano  $t$ .
- II)  $ELPC_{i,t}$  = Endividamento de longo prazo contábil da empresa  $i$ , no ano  $t$ .  $PNC_{i,t}$  = Passivos não circulantes da empresa  $i$ , no ano  $t$ .  $AT_{i,t}$  = Ativo total empresa  $i$ , no ano  $t$ .
- III)  $ECPC_{i,t}$  = Endividamento de curto prazo contábil da empresa  $i$ , no ano  $t$ .  $PC_{i,t}$  = Passivos circulantes da empresa  $i$ , no ano  $t$ ;  $AT_{i,t}$  = Ativo total da empresa  $i$ , no ano  $t$ .

### 3.4.2 Variável independente

Seguindo as hipóteses propostas, as variáveis independentes consideradas neste estudo referem-se às características observáveis dos *CFOs*: idade, experiência profissional, tempo no

cargo e nível de formação, selecionadas com base na Teoria do Alto Escalão e coletadas dos Formulários de Referência no item 12.5/6, conforme apresentadas na Tabela 4.

Tabela 4 - Variáveis independentes

Nome	Variável	Definição	Resultado esperado
Idade	IDADE	Idade do gestor no ano do relatório e classificação com base nas gerações ( <i>baby boomers</i> , X e Y).	(-)
Experiencia profissional	EXPER	Número de funções distintas nas experiências anteriores.	(-)
Tempo no Cargo	MAND	Anos de mandato do gestor (número de anos no cargo atual).	(-)
Nível de Formação	EDUC	(Escala de 0 a 4). Sem Graduação: 0; Apenas Graduação: 1; Especialização e/ou MBA: 2; Mestrado: 3; Doutorado: 4	(+)

**Fonte:** Elaborado pelo autor

- A variável (IDADE) do *CFO* foi obtida por meio da diferença entre a data de nascimento e a data do relatório, conforme adotado por (ALMEIDA, 2018). Posteriormente, foi feita a classificação de executivos jovens com base nas gerações, conforme Veloso, Dutra e Nakata (2016); Pacheco et al., (2019), na qual pessoas nascidas até 1964 são da geração *baby boomers* (GER1), nascidas entre 1965 a 1977, denominadas Geração X (GER2), e de 1978 a 1999, designadas Geração Y (GER3). A proporção dessa variável foi em relação à quantidade de diretores que pertencem à geração *baby boomers* (executivos mais velhos).
- A Experiência Profissional anterior (EXPER) foi determinada conforme Almeida (2018), ou seja, por meio da soma das distintas funções anteriores dos *CFOs*.
- O Tempo no Cargo (MAND) é baseado nos anos de mandato do *CFO* sendo medido pelo número de anos no cargo atual (DONATELLA, TAGESSON, 2020). Para empresas que apresentaram troca de *CFO* dentro do ano, escolheu-se o diretor que ficou mais tempo no cargo do ano em análise. Em casos em que houve empate, optou-se em incluir o que ficou mais tempo na empresa.
- O nível de formação educacional (EDUC) é uma variável em que se levou em conta o mais alto grau de estudo obtido pelos *CFOs*, atribuindo-se: (0) quando não possui ensino superior, (1) quando ele tinha apenas a graduação, (2) Especialização e/ou *MBA*, (3) Mestrado, (4) Doutorado. Procedimento semelhante foi adotado por Wiersema e Bentel (1992); Ferreira de Andrade (2016).

### 3.4.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle são referentes às características das empresas, representadas pela idade, tamanho, lucratividade, tangibilidade, risco de falência e oportunidade de crescimento.

#### a) Idade da empresa

As empresas mais antigas sobrevivem competitivamente nos mercados por períodos mais longos e, assim, estabelecem uma reputação de empresas com capacidade de crédito. Dessa forma, as características das empresas familiares estão intimamente relacionadas à sua idade (TANAKA, 2014).

Segundo Moura et al., (2020, p. 77), “empresas que atuam há mais tempo no mercado apresentam melhores mecanismos de gestão que auxiliam na obtenção de vantagem competitiva”. Com isso, de acordo com Adair e Adaskou (2015), a previsão do POT sustenta que quanto mais velha a empresa, mais ela aumenta seu fluxo de caixa e menos recorre ao financiamento por dívida, evidenciando uma relação negativa entre a idade e o índice de endividamento das empresas.

Hall, Hutchinson e Michaelas (2000) estudaram 3500 pequenas e médias empresas (PMEs) não cotadas do Reino Unido e verificaram que a dívida de longo prazo e a dívida de curto prazo estavam relacionadas negativamente com a idade da empresa.

No presente estudo, para a determinação da idade da empresa, seguiram-se os estudos de Tanaka (2014); Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018); Moura et al., (2020); Monteiro, Gasparetto e Lunkes (2019) em que foi adotado o logaritmo natural da idade da empresa, sendo obtido pelo número de anos decorridos desde a data de fundação constante no registro da B3 a até o ano do levantamento dos dados.

#### b) Tamanho da empresa

A teoria do *trade-off* e a teoria do *pecking order* têm diferentes suposições sobre o sinal entre o tamanho da empresa e a alavancagem (MUGOŠA, 2015). O modelo *pecking order* de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) prevê um relacionamento negativo entre o tamanho e o endividamento das empresas. De acordo com Soares e Kloeckner (2008, p. 84), empresas de

maior porte tendem a produzir mais caixa, o que facilita o seu financiamento por meio de lucros retidos, que são a primeira opção na hierarquia.

Porém, conforme Soares e Kloeckner (2008, p. 84-85), “o tamanho pode indicar uma menor probabilidade de falência (TITMAN; WESSELS, 1988) e, portanto, a vertente do *trade-off* apregoa uma relação positiva entre tamanho e endividamento”, visto que, segundo Frank e Goyal (2009), empresas maiores são mais estáveis e menos propensas à falência; assim, para Rajan e Zingales (1995), quanto maior for o tamanho da empresa, maior o seu endividamento. Com isso, o tamanho deve influenciar positivamente o grau de endividamento.

Dessa forma, o efeito do tamanho da dívida fornece resultados mistos, de acordo com Matemilola et al., (2018). Alguns estudiosos, entre os quais Frank e Goyal (2009), Matemilola et al. (2013) e Oino e Ukaegbu (2015) encontraram uma relação positiva entre índices de dívida e tamanho. Em contrapartida, Hanousek e Shamshur (2011), Lemmon et al. (2008) e Chakraborty (2010) descobriram uma relação negativa entre índices de dívida e tamanho da empresa.

Como indicador para essa variável, foi utilizado o logaritmo natural do ativo total (LnTA), conforme adotado nos estudos de Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018); Moura et al., (2020); Soares e Kloeckner (2008).

### **c) Lucratividade**

Segundo Soares e Kloeckner (2008, p. 83 e 84), a lucratividade é uma dimensão importante para a verificação das predições do *pecking order*, pois o modelo prediz que a primeira fonte de financiamento a ser escolhida pela gerência são os lucros retidos (MYERS, 1984; MYERS e MAJLUF, 1984).

Assim, de acordo com a Teoria *Pecking Order*, empresas com alta lucratividade devem preferir contrair menos dívida. Segundo Bastos e Nakamura (2009, p. 79), “isso ocorre em razão de que o lucro gerado é utilizado como fonte de financiamento, ao passo que empresas menos lucrativas acabam necessitando de capital de terceiros para financiar seus projetos”. Dessa forma, Rajan e Zingales (1995) afirmam que quanto mais lucrativa for uma empresa, menor a probabilidade de ter alto índice de endividamento. Portanto, espera-se uma relação inversa entre lucratividade e alavancagem (DASKALAKIS; PSILLAKI, 2008).

Para Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018, p. 99), “de acordo com a teoria do *trade-off*, as empresas lucrativas tendem a ser mais alavancadas porque a disponibilidade de fluxos de caixa implica menores riscos de falência e os benefícios fiscais geram mais benefícios”. Conseqüentemente, conclui-se que, segundo a teoria do *trade-off*, se espera uma relação positiva entre a lucratividade e alavancagem, já com a Teoria *pecking order*, se espera o oposto (MATEMILOLA et al., 2018).

Neste estudo, a medida utilizada como indicador de lucratividade foi a razão entre os lucros antes dos juros e impostos e os ativos totais, denominada (EBIT/AT), conforme adotada nos estudos de Fama e French (2002); Burgwal e Vieira (2014); Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018).

#### **d) Tangibilidade**

A tangibilidade, de acordo com Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018), é a relação entre o ativo imobilizado e o ativo total. Assim, as empresas que possuem ativos mais tangíveis podem usá-los como garantia de dívidas e obter acesso mais fácil ao crédito, diminuindo o risco de empréstimos. Para Correa, Basso e Nakamura (2013), Titman e Wessels (1988), nessa situação, os ativos tangíveis acabam por auxiliar as empresas a contrair dívidas, já que os credores tendem a se sentir mais seguros com a concessão dos recursos, e os custos financeiros tendem a ser mais baixos.

Na visão de Soares e Kloeckner (2008, p. 85), “empresas cujos ativos são em sua maior parte intangíveis tenham maior dificuldade de se endividar, e, conseqüentemente, espera-se uma relação direta entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento”. Desse modo, segundo Correa, Basso e Nakamura (2013), é possível encontrar uma relação positiva entre o grau de tangibilidade do ativo e o endividamento.

Como *proxy* para a tangibilidade dos ativos, no presente estudo foi utilizada a razão entre o ativo imobilizado líquido e o ativo total, conforme Soares e Kloeckner (2008); kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018).

#### **e) Risco de falência (Volatilidade)**

O risco também é denominado volatilidade da empresa (SEGURA, 2012). De acordo com Correa, Basso e Nakamura (2013), o endividamento deve estar negativamente relacionado ao

risco, tanto sob a ótica da teoria de *Trade-off*, quanto da teoria de *Pecking Order*, porque quanto maior for o risco do negócio, maior a probabilidade de seus fluxos de caixa não serem suficientes para honrar o pagamento das dívidas (HARRIS; RAVIV, 1991). Portanto, firmas cujos negócios apresentam elevado risco poderão se endividar menos (BRITO, CORRAR e BATISTELLA, 2007), levando Ross (1977) a afirmar que altos níveis de dívida corporativa aumentam os riscos e as probabilidades de falência da empresa.

Nesse sentido, Titman e Wessels (1988) concluem que a alavancagem aumenta com o decréscimo da lucratividade, aumentando, assim, os riscos de falência. Dessa forma, o nível de alavancagem está positivamente relacionado ao aumento na probabilidade de falência conforme Cavalcanti et. al., (2016), Villela et al., (2016). De acordo com Brito, Corrar e Batistella (2007) espera-se que as empresas com maior risco de negócio sejam menos endividadas.

#### **f) Oportunidade de Crescimento**

A relação esperada entre a alavancagem e as oportunidades de crescimento não é clara (SANTOS; MOREIRA; VIEIRA, 2013), existindo argumentos teóricos que justificam tanto uma relação positiva quanto uma relação negativa entre o nível de endividamento e o de crescimento (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013).

Segundo Matemilola et al., (2018), em seus estudos, autores como Flannery e Hankins (2013) e Guney et al. (2011) observaram que a oportunidade de crescimento está positivamente relacionada à dívida. Por outro lado, Gormley e Matsa (2013) e Lemmon et al. (2008) encontraram uma relação negativa entre dívida e oportunidade de crescimento.

Para Gomes e Leal (2001), Soares e Kloeckner (2008), a relação prevista pelo *pecking order* entre oportunidades de crescimento e alavancagem é positiva, pois, nas palavras de Correa, Basso e Nakamura (2013, p. 110) “as empresas com maiores taxas de crescimento, que demandam mais recursos do que podem gerar, tenderiam a buscar fora da empresa esses recursos necessários à expansão”.

Com isso, Brito, Corrar e Batistella (2007, p. 12) afirmam que empresas com maiores oportunidades de crescimento “possuem alto custo de falência, pois parte substancial do seu valor está atrelado a expectativas futuras de lucro e não a ativos que possam ser liquidados em

caso de dificuldades financeiras”. Assim, de acordo com Daher (2004), espera-se que essas empresas tenham um nível de endividamento mais baixo.

A definição operacional das variáveis de controle usadas nesse trabalho e suas referências, são apresentadas na Tabela 5.

Tabela 5 - Variáveis de controle

Variáveis	Proxy	Fonte dos Dados	Referências
Idade da empresa	Logaritmo natural da idade da empresa.	Formulário de Referência na <i>Website</i> da B3.	Anderson e Reeb (2003); Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018); Moura et al., (2020); Monteiro, Gasparetto e Lunkes (2019); Tanaka (2014).
Tamanho	Logaritmo natural do ativo total (LNAT).	Banco de dados Económica	Barros et al., (2015); Titman e Wessels (1988); Tanaka (2014); Soares e Kloeckner (2008); Segura (2012); Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018).
Lucratividade	EBIT / Ativo total	Banco de dados Económica	Fama e French (2002); Burgwal e Vieira (2014), Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018).
Tangibilidade	Ativ imob / Ativ total	Banco de dados Económica	Titman e Wessels (1988); Soares e Kloeckner (2008); Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018).
Risco de falência (Volatilidade)	Desvio padrão do lucro operacional / Ativo Total	Banco de dados Económica	Bastos e Nakamura (2009); Soares e Kloeckner (2008); Kale e Shahrur (2007)
Oportunidades de Crescimento	$\frac{(Ativot - Ativot-1)}{Ativot-1}$	Banco de dados Económica	Colman (2014); Perobelli e Famá (2002); Segura (2012).

**Fonte:** Elaborado pelo autor

A Tabela 6 sintetiza o comportamento e o sinal esperado das variáveis de controle específicas sobre o endividamento das empresas, inseridas nos estudos alusivos à estrutura de capital e também neste trabalho, de acordo com os pressupostos evidenciados na Tabela 5.

Tabela 6 - Relação esperada das variáveis de controle sobre o endividamento

Variáveis de Controle (Fatores específicos das empresas)	Efeitos esperados sobre o endividamento	
	<i>Trade off</i>	<i>Pecking Order</i>
Idade da empresa	-	Negativo
Tamanho da empresa	Positivo	Posit / Negat
Lucratividade	Positivo	Negativo
Tangibilidade	Positivo	Positivo
Risco de falência	Negativo	Negativo
Oportunidades de Crescimento	Negativo	Positivo

**Fonte:** Elaborado pelo autor

Para fins de organização da metodologia, o Quadro 9 apresenta a matriz metodológica da pesquisa.

Quadro 9 - Matriz Metodológica

<b>Pergunta de pesquisa:</b>			
De quais formas a idade, a experiência profissional, o tempo no cargo e a formação do CFO, influenciam o nível de endividamento das empresas familiares listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período entre 2013 e 2019?			
Objetivo Geral	Objetivos Específicos	Modelos Teóricos	Metodologia
Averiguar qual a influência das características observáveis (idade, experiência profissional, tempo no cargo e nível de formação), dos <i>Chief Financial Officer</i> (CFO) sobre o endividamento das empresas familiares brasileiras listadas na (B3), entre 2013 e 2019.	<p>a) Levantar o perfil do CFO das empresas familiares, a partir das características observáveis: idade, experiência profissional, tempo no cargo e nível de formação.</p> <p>b) Identificar a estrutura de capital (endividamento) das empresas familiares brasileiras listadas na (B3) no período de 2013 a 2019.</p> <p>c) Analisar a influência das características observáveis dos CFOs sobre o endividamento das empresas familiares brasileiras listadas na (B3).</p>	<p>- Teoria do Alto Escalão (<i>Upper Echelons Theory</i>) (Hambrick; Mason, 1984).</p> <p>- Teorias da estrutura de capital das empresas, <i>trade-off</i> (TOT) (Myers, 1984) e <i>pecking order</i> (POT) (Myers, 1984; Myers; Majluf, 1984).</p> <p>- Endividamento das Empresas familiares</p>	Regressões múltiplas com Dados em painel

**Fonte:** Elaborado pelo autor

No próximo capítulo, aborda-se a apresentação e análise dos resultados do estudo.

## 4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS DA PESQUISA

Neste capítulo, apresenta-se a análise e discussão dos resultados, com foco na influência das características observáveis do CFO não familiar no endividamento das empresas familiares.

### 4.1 O perfil dos CFOs das empresas familiares

Com base nas informações levantadas nos formulários de referências das 33 empresas familiares objeto da pesquisa, e apresentadas na tabela 7, no período de 2013 a 2019 foram encontrados 66 CFOs atuando nas mesmas. Também se verifica que a maioria das empresas (42,4%) teve (2) dois CFOs nesse período, e (33,3%) das empresas apenas (1) um CFO, demonstrando que nas mesmas não houve rotatividade desses diretores. O possível motivo é a reeleição dos mesmos, que são eleitos pelo Conselho de Administração com mandato de até dois anos, podendo, a qualquer tempo, serem destituídos pelo Conselho.

Tabela 7 - CFOs por empresa familiar

Período	Empresa familiar		CFO por empresa familiar	Total de CFOs	
	Qtd	(%)		Qtd	(%)
De 2013 a 2019	11	33,3%	1	11	16,7%
	14	42,4%	2	28	42,4%
	6	18,2%	3	18	27,3%
	1	3,0%	4	4	6,0%
	1	3,0%	5	5	7,6%
Total	33	100%	-	66	100%

Fonte: Elaborado pelo autor

Na tabela 8, apresenta-se a origem e o gênero dos CFOs das empresas familiares, onde se pode observar que 98,5% dos CFOs são não familiar, indo ao encontro de Filbeck e Lee (2000), Hiebl (2013a; 2014), Lutz e Schraml (2012) quando afirmam que em uma empresa familiar o CFO é geralmente o primeiro cargo para o qual um gerente não familiar é contratado. Quanto ao gênero, prevalece o masculino, com 98,5% do total dos CFOs.

Tabela 8 - Origem e gênero dos CFOs das empresas familiares

Origem do CFO	Qtd	(%)	Gênero	Qtd	(%)
Familiar	1	1,5%	Feminino	1	1,5%
Não Familiar	65	98,5%	Masculino	65	98,5%
Total	66	100%		66	100%

Fonte: Elaborado pelo autor

Na tabela 9, apresenta-se a variável “idade do CFO”, determinada de duas formas. A primeira, com base na quantidade de anos do CFO; a segunda, com base nas gerações (*baby*

*boomers*, X e Y). Nesta tabela, observa-se que a maior concentração dos CFOs (35,06%) tem a idade entre 41 e 50 anos.

Tabela 9 - Idade dos CFOs por faixa etária

Idade	Ano							Geral	%
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
30 anos ou inferior	0	0	0	0	1	1	0	2	0,87
31 anos a 40 anos	10	11	8	8	8	8	7	60	25,97
41 anos a 50 anos	10	9	12	13	11	12	14	81	35,06
51 anos a 60 anos	11	11	11	8	9	8	7	65	28,14
61 anos a 70 anos	1	2	2	4	4	4	4	21	9,09
71 anos a 80 anos	1	0	0	0	0	0	1	2	0,87
Total de CFO	33	33	33	33	33	33	33	231	100%

Fonte: dados da pesquisa

No tocante à idade do CFO baseada nas gerações (*baby boomers*, X e Y), na Tabela 10, verifica-se que a maioria dos diretores (48,05%) se enquadra como da geração X, já a geração *baby boomers* representa (35,50%), e a geração Y, ou seja, os mais jovens apenas (16,45%).

Tabela 10 - Idade dos CFOs por geração

Idade	Ano							Geral	%
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
<i>Baby boomers</i>	14	13	13	12	12	10	8	82	35,50
Geração X	16	17	17	17	15	14	15	111	48,05
Geração Y	3	3	3	4	6	9	10	38	16,45
Total	33	33	33	33	33	33	33	231	100%

Fonte: dados da pesquisa

Com relação à característica observável nível de formação educacional, apresentada na Tabela 11, nota-se que todos os CFOs têm graduação em nível superior, e que a grande maioria (177), representada por 76,62%, cursou pós-graduação em nível de especialização/MBA. Já aqueles com mestrado representam 22,08%, e os com apenas graduação são 1,3%. Não foi encontrado, nos Formulários de Referência das empresas familiares, CFO com doutorado.

Tabela 11 - Nível de formação educacional do CFO

Formação	Ano							Geral	%
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
Apenas Graduação	1	0	1	1	0	0	0	3	1,3
Especialização/MBA	23	24	24	25	28	27	26	177	76,62
Mestrado	9	9	8	7	5	6	7	51	22,08
Total	33	33	33	33	33	33	33	231	100%

Fonte: dados da pesquisa

## 4.2 Análise descritiva dos resultados

Neste tópico é apresentada a análise descritiva das variáveis da pesquisa. Na Tabela 12, podem-se verificar os resultados das variáveis independentes experiência profissional (EXPER) e tempo no cargo do CFO (MAND). No que tange à experiência profissional, determinada por meio da soma das distintas funções anteriores dos CFOs, destaca-se que a média foi de 3,8 funções exercidas. Quanto ao tempo no cargo de diretor financeiro (MAND), variou de 1 a 32 anos, com uma média de 5 anos.

Tabela 12 - Estatística descritiva das variáveis independentes

Variável Independente	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Experiência profissional do CFO (EXPER)	3,8	1	3	5
Tempo no cargo do CFO (MAND)	5,0	5,6	1	32

**Fonte:** dados da pesquisa

Na Tabela 13, estão as estatísticas descritivas das variáveis dependentes e de controle, as quais foram elaboradas de acordo com a participação anual de cada variável. São demonstrados o número de observações, média, desvio padrão e os valores mínimos e máximos de cada variável. Com relação ao número de observações, foram encontradas 217, para uma amostra de 33 empresas familiares.

Tabela 13 - Estatística descritiva das variáveis dependentes e controle

Variável Dependente	Obs	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Endividamento Total	217	.5918973	.2257607	.10907	1.3406
Endividamento LP	217	.3027625	.1775131	.02007	.70528
Endividamento CP	217	.2891347	.1681368	.03488	1.303
Variável de Controle		Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Idade da empresa	217	44	25	2	112
Tamanho da empresa (milhares R\$)	217	9029184	1.89e+07	216363	1.26e+08
Lucratividade	217	.0857014	.076909	-.20025	.26464
Tangibilidade	217	.2170449	.1984113	.00032	.75128
Volatilidade (Risco de Falência)	217	42.27553	14.67606	20.19	111.84
Oportunidade Crescimento	217	.0976809	.2675215	-.38007	2.65176

**Fonte:** dados da pesquisa

Quanto ao grau de endividamento total contábil, as empresas familiares apresentam uma média de (59,18%), sendo que (30,27%) são referentes aos recursos de longo prazo, e (28,91%) aos recursos de curto prazo. Assim, de forma geral, elas endividam-se mais com recursos de longo prazo. Ainda de acordo com a Tabela 13, a idade média das empresas é 44

anos, porém, existe empresa familiar com mais de cem anos de existência, possivelmente devido à influência da família sobre as decisões, transferindo-as à próxima geração com a sucessão do comando (VILLALONGA; AMIT, 2006).

Quanto ao tamanho das empresas, que foi determinado de acordo com o valor do seu ativo total em milhares de Reais, na Tabela 13 verifica-se que o valor médio está em torno de 9 bilhões de reais. A oportunidade de crescimento tem o valor médio de 9,77%, a lucratividade média é de 8,57%, a tangibilidade 21,70%.

### 4.3 Análise das hipóteses da pesquisa

Os dados foram tratados com o uso da correlação e regressão linear múltipla com dados em painel através dos métodos dos Mínimos Quadrados Ordinarios (MQO) e Generalizados (MQG), empregando-se o comando *robust*, no *software Stata 14*.

#### 4.3.1 Testes aplicados

A regressão linear múltipla foi empregada para verificar a rejeição ou não das hipóteses, conforme as Equações 01, 02 e 03, descritas no tópico (3.3.5 Modelo econométrico).

##### a) Endividamento Total Contábil (Equação 01)

Foi realizado o teste F de *chow* e resultou em uma probabilidade inferior a 5%, desse modo foi de  $\text{Prob} > \chi^2$ ,  $p < 0,00001$ , evidenciando que o efeito fixo melhor se adapta ao modelo. Em seguida, foi realizado o teste “*Breusch and pagan*”, tendo resultado em  $\text{Prob} > \chi^2$ ,  $p < 0,00001$ , demonstrando que os efeitos aleatórios melhor se adaptam ao modelo. Por último, foi efetuado o teste de *Hausman* que resultou em uma probabilidade inferior a 5%, de  $\text{Prob} > \chi^2$ ,  $p = 0,0147$ , constatando-se que os modelos de efeitos fixos melhor se adaptam ao modelo.

##### b) Endividamento de Longo Prazo Contábil (Equação 02)

No teste F de *Chow*, os resultados apontam uma probabilidade inferior a 5%, com o  $\text{Prob} > \chi^2$ ,  $p < 0,00001$ , rejeita-se a hipótese nula; desse modo, há evidências de que o modelo de efeito fixo se adapta melhor em relação ao modelo *pooled*. No teste “*Breusch and pagan*” o resultado aponta o nível de significância  $\text{Prob} > \chi^2$ ,  $p < 0,00001$ , rejeita-se a hipótese nula, demonstrando que o modelo de efeitos aleatórios melhor se adapta aos dados em relação ao

modelo *pooled*. O teste de *Hausman* resultou em uma probabilidade inferior a 5%, no  $\text{Prob} > \chi^2$ ,  $p=0,0013$ , rejeita-se a hipótese nula, constatando-se que os efeitos fixos se adaptam melhor ao modelo.

### c) Endividamento de Curto Prazo Contábil (Equação 03)

Assim, como nos modelos anteriores, foi realizado o teste F de *Chow*. Os resultados apontam uma probabilidade inferior a 5%, com o  $\text{Prob} > \chi^2$ ,  $p < 0,00001$ ; desse modo, o efeito fixo melhor se adapta ao modelo. No teste “*Breusch and pagan*”, o resultado aponta o  $\text{Prob} > \chi^2$ ,  $p < 0,00001$ , demonstrando que os efeitos aleatórios melhor se adaptam ao modelo. O teste de *Hausman* resultou em uma probabilidade inferior a 5%, no  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.3304$  constatando-se que os efeitos aleatórios são o que melhor se adaptam ao modelo.

No Quadro 10, é apresentado o resumo do efeito que melhor se adapta aos modelos. Para a Equação 1, o teste de Hausman apontou o efeito fixo. Na Equação 2, os testes também apontaram o modelo de efeito fixo como mais adequado, e, por fim, os resultados dos testes da Equação 3 apontaram o modelo de efeito aleatório como o mais adequado.

Quadro 10 - Resumo dos testes de estimadores do modelo

Testes	Equação 1			Equação 2			Equação 3		
	P-value	Rej. H0	Adeq	P-value	Rej. H0	Adeq	P-value	Rej. H0	Adeq
Chow	0.0004	Sim	EF	<0.00001	Sim	EF	0.0039	Sim	EF
Breusch-Pagan	<0.00001	Sim	EA	<0.00001	Sim	EA	<0.00001	Sim	EA
Hausman	0.0147	Sim	EF	0.0013	Sim	EF	0.3304	Não	EA

**Fonte:** dados da pesquisa

EF: efeito fixo; EA: efeito aleatório; Rej: Rejeita a hipótese H0; Adeq: efeito adequado.

Após determinar o efeito que melhor se adapta aos modelos, realizou-se o teste de correlação com as variáveis do estudo, e, conforme apresentado no Quadro 10, sugere-se que o endividamento total contábil (ETC) e o endividamento contábil de longo prazo são melhores explicados pelo tamanho da empresa (TAM), já o endividamento contábil de curto prazo (ECP) pela volatilidade (VOLA) (Risco de Falência).

No Quadro 11, verifica-se que ocorreu correlação “negativa muito forte (-0,96)” entre as variáveis independentes EDUC2 e EDUC3, de acordo com (DEVORE, 2006). Isso indica que as variações da variável EDUC2 são seguidas, em sentido contrário, pela variável EDUC3. Como esse coeficiente é superior a 0,80, verifica-se que pode haver problema de multicolinearidade no modelo (GUJARATI; PORTER, 2011).

Quadro 11 - Matriz de correlação (33 empresas)

	ETC	ECP	ELP	TAM	IDAD	LUCR	ANG	CRES	EXPE	MAND	VOLA	EDUC2	EDUC3	GER2	GER3
ETC	1,00														
ECP	0,62	1,00													
ELP	0,70	-0,13	1,00												
TAM	0,34	-0,05	0,48	1,00											
IDAD	0,09	-0,03	0,14	0,28	1,00										
LUCR	-0,14	-0,16	-0,03	0,09	-0,06	1,00									
TANG	0,05	-0,30	0,34	0,16	0,25	0,20	1,00								
CRESC	0,02	-0,14	0,15	0,19	-0,05	0,35	0,25	1,00							
EXPE	-0,06	-0,25	0,15	0,27	0,005	0,12	0,18	0,009	1,00						
MAND	0,05	0,06	0,009	0,13	0,03	0,13	0,12	0,13	0,01	1,00					
VOLA	0,27	0,38	-0,02	-0,18	-0,03	-0,41	0,18	-0,24	-0,04	-0,10	1,00				
EDUC2	0,07	0,16	-0,06	0,06	-0,09	-0,10	-0,19	-0,07	-0,13	-0,19	0,06	1,00			
EDUC3	-0,04	-0,16	0,09	-0,02	0,10	0,13	0,20	0,09	0,14	0,19	-0,07	-0,96	1,00		
GER2	0,02	0,08	-0,05	-0,07	0,02	-0,28	-0,08	-0,11	-0,11	-0,30	0,22	0,12	-0,14	1,00	
GER3	0,01	-0,10	0,10	-0,08	0,02	0,12	0,06	0,13	-0,28	-0,16	-0,13	-0,003	0,02	-0,43	1,00

Fonte: dados da pesquisa

Onde: Endividamento total contábil (ETC); Endividamento de curto prazo contábil (ECP); Endividamento de longo prazo contábil (ELP); Tamanho da empresa (TAM) corresponde ao logaritmo natural do ativo total; Idade da empresa em anos (IDAD); Lucratividade (LUCR) representada pelo EBIT/Ativo total; Tangibilidade (TANG); Oportunidade de crescimento (CRESC), baseado na variação do ativo total; As experiências profissionais anteriores (EXPE) correspondem ao número de funções distintas nas experiências anteriores dos CFO; Tempo no cargo (MAND), anos de mandato do CFO (número de anos no cargo atual); Volatilidade (VOLA) que corresponde ao Risco de Falência da empresa; Nível de formação educacional (EDUC) se levou em conta o mais alto grau de estudo obtido pelos CFOs, atribuindo-se: (2) quando possui Especialização e/ou MBA, (3) quando possui Mestrado; Idade do CFO (GER 2 e GER3) foi obtida com base na data de nascimento convertido em geração 1 (pessoas nascidas até 1964 - geração *baby boomers*), geração 2 (pessoas nascidas entre 1965 e 1977 – geração X), geração 3 (pessoas nascidas entre 1978 e 1999 – geração Y).

Para identificar possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, foi aplicado o Teste Fator de Inflação de Variância (VIF) (Teste FIV – *Variance Inflation Factor*). Na Tabela 14, o resultado apontou que o (VIF) das variáveis EDUC2 (13,19) e EDUC3 (13,09) são maiores do que 10, indicando a existência de multicolinearidade.

Tabela 14 - Teste de fator de inflação da variância(VIF)

Variáveis	VIF	1/VIF
Expprof	1.36	0.734024
Tempcarg	1.35	0.740486
Volat	1.28	0.783411
Educ2	13.19	0.075793
Educ3	13.09	0.076397
Ger2	1.77	0.564673
Ger3	1.72	0.581644
Média VIF	3.34	-

Fonte: dados da pesquisa

Contudo, Fávero e Belfiore (2020), fazendo alusão à Gujarati e Porter (2011), afirmam que a existência de altas correlações entre as variáveis explicativas e a presença de multicolinearidade não significa que o modelo possui problemas e que a solução é identificá-las, reconhecê-las e não fazer nada. Assim, foi decidido manter as duas variáveis independentes no estudo.

#### **4.4 Análise das Regressões com Dados em Painel**

Foram efetuadas regressões com dados em painel para cada constructo levantado nas hipóteses, sendo utilizados os erros-padrão robustos nos três modelos estimados: *Pooled* (dados agrupados), Efeitos Fixos e Efeito Aleatório. Verificou-se a relação entre as variáveis dependentes (Endividamento Total Contábil, Endividamento de Longo Prazo Contábil e Endividamento de Curto Prazo Contábil) com as variáveis independentes e de controle buscando levantar a influência das variáveis independentes nas variáveis dependentes. Os resultados são apresentados nas Tabelas 15, 16 e 17.

##### **4.4.1 Regressão do Endividamento Total Contábil (ETC)**

Constatado que os efeitos fixos melhor se encaixam ao modelo, conforme apresentado no Quadro 9, foi efetuada regressão em dados em painel para cada constructo levantado nas hipóteses; desse modo, são apresentados, na Tabela 15, os resultados das regressões, porém a análise do endividamento total contábil (ETC) é feita somente no modelo de efeitos fixos.

Inicialmente, na Tabela 15, pode ser observado que o R-quadrado do modelo *Pols* e os R-quadrados ajustados dos modelos Efeitos fixos e Efeitos Aleatórios demonstram que as variáveis independentes e de controle explicam (30,66%), (21,82%) e (18,71%), respectivamente, o Endividamento Total Contábil (ETC), em que são testadas as quatro hipóteses do estudo.

Nos três modelos, buscou-se verificar a relação entre o (ETC) e as variáveis independentes e de controle. Conforme a Tabela 15, no modelo *Pols* somente três variáveis (tamanho da empresa, volatilidade e experiência profissional do CFO) mostraram significância estatística, a mesma quantidade do modelo de efeitos aleatórios (tangibilidade, volatilidade e idade do CFO). No modelo de efeitos fixos, as variáveis (idade e experiência profissional do CFO)

apresentaram significância estatística e as variáveis (tempo de mandato e nível de formação educacional do CFO) não apresentaram significância estatística.

Analisando o modelo de efeitos fixos, em relação à hipótese (H1) que se refere à variável idade do CFO, medida com base nas gerações *baby boomers* (GER1), X (GER2) e Y (GER3), que são variáveis categóricas, pode-se observar, na Tabela 15, que os coeficientes apresentaram sinais negativos (GER2: -0.10439) e (GER3: -0.15847), com nível de significância de 1%, não confirmando a relação esperada de (H1), de que existe uma relação negativa entre idade do CFO e o (ETC), contrariando a ideia de Bertrand e Schoar (2003) e Lunkes et al., (2019) de que gestores mais velhos tendem a apresentar menores níveis de alavancagem financeira.

Já que, quando se analisa o efeito da geração X (GER2), IC (95%) [-0.10439] e o efeito da geração Y (GER3) IC (95%) [-0.15847] sobre o endividamento total contábil (ETC), pode-se verificar que ambas apresentam coeficientes negativos, porém a geração (GER3) – com menos idade, provoca um endividamento menor em relação à geração *baby boomers* (GER1). Esse aspecto precisa ser mais bem explorado, tendo em vista que, quando se analisa as gerações individualmente, o resultado aponta que a geração mais nova provoca um endividamento menor.

Tabela 15 - Resultado da regressão – Endividamento total contábil

Variável	Pols		Efeitos fixos		Efeitos aleatórios	
	coef	p-valor	coef	p-valor	coef	p-valor
Tamanho da empresa	.0959935	0.001***	-.0406282	0.123	.0201151	0.304
Idade da empresa	-.0007988	0.580	.0059224	0.136	.000183	0.893
Lucratividade	-.1592302	0.708	-.1050981	0.512	-.2038033	0.176
Tangibilidade	.1212546	0.436	.4538002	0.009***	.2673142	0.039**
Risco Falência (Volatil)	.006029	<0.000***	.0015297	0.018**	.0019446	0.002***
Oportunidade Crescim	-.0062539	0.900	.0053239	0.861	-.0194089	0.516
Expprof (EXPER)	-.0777986	0.099*	-.0595052	0.024**	-.0488877	0.039*
Tempo cargo (MAND)	.0012572	0.794	-.0000755	0.975	.000955	0.667
FormEduc (EDUC) (2)	.1435216	0.235	-.0250287	0.670	-.00323	0.957
FormEduc (EDUC) (3)	.1647957	0.209	.0633297	0.348	.0782744	0.245
Idade CFO(Ger2)	-.0160862	0.850	-.104398	0.008***	-.0808107	0.024**
Idade CFO (Ger3)	.0225072	0.809	-.1584728	0.002***	-.1168239	0.009***
Const	-1.990293	0.000	.0647725	0.873	-.6570296	0.041
R2	0.3066		-		-	
R2 Ajustado - within	-		0.2182		0.1871	
Valor da estatística F	0.0004		0.0000		0.0001	

Fonte: dados da pesquisa

Legenda: \*\*\*, \*\* e \* indicam níveis estatisticamente significativos de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Onde: Endividamento total contábil (ETC); Endividamento de curto prazo contábil (ECP); Endividamento de longo prazo contábil (ELP); Tamanho da empresa (TAM) corresponde ao logaritmo natural do ativo total; Idade da empresa em anos (IDAD); Lucratividade (LUCR) representada pelo EBIT/Ativo total; Tangibilidade (TANG); Oportunidade de crescimento (CRESC), baseado na variação do ativo total; As experiências profissionais

anteriores (EXPE) correspondem ao número de funções distintas nas experiências anteriores dos CFO; Tempo no cargo (MAND), anos de mandato do CFO (número de anos no cargo atual); Volatilidade (VOLA), que corresponde ao Risco de Falência da empresa; Nível de formação educacional (EDUC) se levou em conta o mais alto grau de estudo obtido pelos CFOs, atribuindo-se: (2) quando possui Especialização e/ou MBA, (3) quando possui Mestrado; Idade do CFO (GER 2 e GER3) foi obtida com base na data de nascimento convertido em geração 1 (pessoas nascidas até 1964 - geração *baby boomers*), geração 2 (pessoas nascidas entre 1965 e 1977 – geração X), geração 3 (pessoas nascidas entre 1978 e 1999 – geração Y).

No modelo de efeitos fixos, a variável Experiência Profissional, de acordo com a Tabela 15, apresentou coeficiente negativo (-0.05950), com nível de significância de 5%. Confirmando a relação esperada com (H2), de que existe uma relação negativa entre a experiência profissional do CFO e o (ETC) das empresas. No entanto, os resultados obtidos estão em discordância com os achados por Matemilola et al., (2018) ao encontrarem uma relação positiva entre a experiência dos altos executivos e a estrutura de capital das empresas. Contudo, devido ao fato de a experiência profissional acompanhar a idade do alto escalão (HAMBRICK; MASON, 1984), é plausível defender que a experiência tem uma relação negativa com o (ETC).

Ainda de acordo com a Tabela 15, no modelo de efeitos fixos as variáveis independentes tempo no cargo (-.0000755) e formação educacional do CFO (EDUC2: -.0250287) e (EDUC3: .0633297) apresentaram coeficientes negativo e positivo, respectivamente, e estão relacionadas às hipóteses (H3) e (H4), contudo, estatisticamente, não se mostraram significantes.

Na análise do endividamento total contábil no modelo de Efeitos fixos, a variável de controle Tangibilidade (0.45380) apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de significância de 1%, estando de acordo com o referencial teórico, no qual Soares e Kloeckner (2008) e Correa, Basso e Nakamura (2013) afirmam que é possível encontrar uma relação positiva entre o grau de tangibilidade do ativo e o endividamento da empresa.

Ainda na análise do (ETC) no modelo de Efeitos fixos, a variável de controle Volatilidade (Risco de falência) (0.00152) apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de significância de 5%. A relação esperada da Volatilidade (negativa) não foi confirmada no estudo. Correa, Basso e Nakamura (2013) afirmam que o endividamento deve estar negativamente relacionado ao risco, tanto sob a ótica da teoria de *Trade-off*, quanto da teoria de *Pecking Order*.

#### 4.4.2 Regressão do Endividamento de Longo Prazo Contábil (ELP)

Nas regressões que utilizaram o endividamento de longo prazo contábil (ELP) como variável dependente, também foi constatado que os efeitos fixos melhor se encaixam ao modelo de regressão em dados em painel para o levantamento das hipóteses, conforme os resultados demonstrados na Tabela 16. Porém, a análise do (ELP) é feita somente no modelo de efeitos fixos, ficando os demais apenas como um comparativo.

Na Tabela 16, pode-se verificar que o R-quadrado do modelo *Pols* é (34,85%) e os R-quadrados ajustados dos modelos efeitos fixos e efeitos aleatórios são, respectivamente, (27,50% e 21,36%), sendo por meio desses valores, que as variáveis independentes e de controle explicam o Endividamento de Longo Prazo Contábil (ELP). Também nesse endividamento, os três modelos apresentam a estatística F com um nível de significância de 1% ( $p\text{-valor} < 1$ ).

De modo geral, conforme demonstrado na Tabela 16, no modelo *Pols* apenas duas variáveis (tamanho da empresa e tangibilidade) apresentaram relação positiva e significância. No modelo de efeitos aleatórios, duas variáveis (tangibilidade, risco de falência) apresentaram significância estatística e positiva, já a variável (risco de falência) apresentou relação negativa e significância estatística.

No endividamento de longo prazo contábil (ELP), usando o modelo de efeitos fixos, a variável independente idade do CFO, medida por geração conforme descrito no item anterior (ETC), relacionada à hipótese (H1), também apresentou coeficientes negativos (GER2: -0.096575) e (GER3: -0.15847), com nível de significância de 10% e 5%, respectivamente, conforme pode ser verificado na Tabela 16, também não confirmando a relação esperada em (H1), ou seja, a existência de uma relação negativa entre idade do CFO e o (ELP), já que, a geração Y (GER3: -0.15847) a mais jovem, provoca um endividamento menor das empresas familiares, em relação a geração *baby boomers* (GER1), contrariando a afirmação de Bertrand e Schoar (2003) de que gestores mais velhos tendem a apresentar menores níveis de alavancagem financeira.

Na Tabela 16, verifica-se que, no modelo de efeitos fixos, a variável independente experiência profissional do CFO apresentou coeficiente negativo (-0.0734554), ao nível de significância estatística de 5%, também confirmando o esperado em (H2), de uma relação negativa entre a

experiência profissional do CFO e o (ELP) das empresas. Contudo, assim como ocorreu com o endividamento total contábil, esse resultado está em desacordo com os achados por Matemilola et al., (2018), que encontraram uma relação positiva, mas devido ao fato de Hambrick e Mason (1984) postularem que a experiência profissional acompanha a idade do alto escalão, e a mesma provoca um efeito negativo no endividamento, assim, a experiência profissional do CFO também deve seguir na mesma direção.

No modelo de efeitos fixos, as variáveis independentes tempo de mandato (-.0014711) e nível de formação educacional do CFO (EDUC2: -.0318154), relacionadas às hipóteses (H3) e (H4), apresentaram coeficientes negativos; já o nível de formação educacional do CFO (EDUC3: .0652257) apresentou coeficiente positivo, porém não apresentaram significância estatística.

Tabela 16 - Resultado da regressão – Endividamento de Longo Prazo

Variável	Pols		Efeitos fixos		Efeitos aleatórios	
	coef	p-valor	coef	p-valor	coef	p-valor
Tamanho da empresa	.1113776	0.000***	-.090123	0.007***	.0256536	0.262
Idade da empresa	-.0010221	0.491	.0055554	0.269	-.0002066	0.886
Lucratividade	-.4903771	0.209	-.3569266	0.080*	-.477766	0.012***
Tangibilidade	.3811482	0.009***	1.032005	0.000***	.673626	0.000***
Risco Falência (Volatil )	.0019775	0.231	.001566	0.054*	.0019048	0.019**
Oportunidade Crescim	.0165349	0.806	.0515608	0.180	-.0000965	0.998
Expprof (EXPER)	-.0101833	0.862	-.0734554	0.028*	-.0380234	0.190
Tempo cargo (MAND)	-.0025261	0.662	-.0014711	0.626	-.0009783	0.727
FormEduc (EDUC) (2)	.1378255	0.196	-.0318154	0.668	.0038826	0.960
FormEduc (EDUC) (3)	.2071367	0.103	.0652257	0.445	.0939756	0.274
Idade CFO(Ger2)	-.0000751	0.999	-.096575	0.051*	-.0654708	0.141
Idade CFO (Ger3)	.089477	0.424	-.1512792	0.018**	-.0911763	0.102
Const	-2.739959	0.000	.3735656	0.468	-1.242573	0.001
R2	0.3485		-		-	
R2 Ajustado - within	-		0.2750		0.2136	
Valor da estatística F	<0,00000		<0,00000		<0,00000	

**Fonte:** dados da pesquisa

Legenda: \*\*\*,\*\*e \* indicam níveis estatisticamente significativos de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Onde: Endividamento total contábil (ETC); Endividamento de curto prazo contábil (ECP); Endividamento de longo prazo contábil (ELP); Tamanho da empresa (TAM) corresponde ao logaritmo natural do ativo total; Idade da empresa em anos (IDAD); Lucratividade (LUCR) representada pelo EBIT/Ativo total; Tangibilidade (TANG); Oportunidade de crescimento (CRESC), baseado na variação do ativo total; As experiências profissionais anteriores (EXPE) corresponde ao número de funções distintas nas experiências anteriores dos CFO; Tempo no cargo (MAND), anos de mandato do CFO (número de anos no cargo atual); Volatilidade (VOLA), que corresponde ao Risco de Falência da empresa; Nível de formação educacional (EDUC) levou-se em conta o mais alto grau de estudo obtido pelos CFOs, atribuindo-se: (2) quando possui Especialização e/ou MBA, (3) quando possui Mestrado; Idade do CFO (GER 2 e GER3) foi obtida com base na data de nascimento convertida em geração 1 (pessoas nascidas até 1964 - geração *baby boomers*), geração 2 (pessoas nascidas entre 1965 e 1977 – geração X), geração 3 (pessoas nascidas entre 1978 e 1999 – geração Y).

Na Tabela 16, pode ser observado no modelo de efeitos fixos que a variável de controle Tamanho da empresa (-.090123) apresentou coeficiente negativo em um nível de significância

de 1%. Esse resultado está parcialmente de acordo com o modelo (*pecking order*), em que se espera uma relação tanto positiva quanto negativa entre o tamanho da empresa e o seu endividamento. Por outro lado, o resultado está em desacordo com a (*Trade off*), que prevê um relacionamento positivo entre o tamanho e o endividamento das empresas.

A variável Lucratividade (-.3569266) apresentou coeficiente negativo em um nível de significância de 10%. Esse resultado está de acordo com (*Pecking Order*), em que se espera uma relação negativa, e contrário à (*Trade off*), em que onde se espera uma relação positiva entre a lucratividade e o endividamento da empresa.

No endividamento de longo prazo contábil (ELP) do modelo de Efeitos fixos, assim como no (ETC), a variável de controle Tangibilidade (1.032005) apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de significância de 1%, estando de acordo com o referencial teórico, no qual Soares e Kloeckner (2008) e Correa, Basso e Nakamura (2013) afirmam que é possível encontrar uma relação positiva entre o grau de tangibilidade do ativo e o endividamento da empresa.

Ainda na análise do (ELP) no modelo de Efeitos fixos, a variável de controle Volatilidade (Risco de falência) (.001566) apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de significância de 10%. Não se confirmou a relação esperada de que o risco de falência deve estar negativamente relacionado ao endividamento, tanto sob a ótica da teoria de *Trade-off*, quanto da teoria de *Pecking Order* (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013).

Conforme se observa na Tabela 16, no modelo de Efeitos fixos as variáveis de controle idade da empresa (.0055554) e oportunidade de crescimento (.0515608) apresentaram coeficientes positivos, mas não demonstraram significância estatística.

#### **4.4.3 Regressão do Endividamento de Curto Prazo Contábil (ECP)**

No endividamento de curto prazo contábil (ECP), o teste de *Hausman*, conforme apresentado no Quadro 5, apontou que o modelo de efeitos aleatórios é o que melhor se adapta ao modelo de regressão em dados em painel para o levantamento das hipóteses, sendo os resultados apresentados na Tabela 17, na qual se pode verificar que o R-quadrado do modelo *Pols* e os R-quadrados ajustados dos modelos Efeitos fixos e Efeitos Aleatórios demonstram que as

variáveis independentes e de controle explicam (28,19%), (11,39%) e (10,36%), respectivamente, o Endividamento de Curto Prazo Contábil (ECP).

Nos três modelos, buscou-se verificar a relação entre o (ECP) e as variáveis independentes e de controle, com os resultados sendo apresentados na Tabela 17, em que se verifica, que no modelo *Pols*, três variáveis (tangibilidade, risco de falência e experiência profissional do CFO) mostraram significância estatística, no modelo de efeitos aleatórios (lucratividade, tangibilidade, risco de falência e a idade do CFO), já no modelo de efeitos fixos, somente as variáveis (lucratividade e tangibilidade) apresentaram significância estatística.

Verifica-se, na Tabela 17, com base no modelo de Efeitos Aleatórios, que a variável independente idade do CFO também apresentou coeficientes negativos (GER2: -.1690993) e (GER3: -.209718), com nível de significância de 5%, não confirmando (H1), ou seja, a existência de uma relação negativa entre idade do CFO e o (ECP), também contrariando Bertrand e Schoar (2003). Esse resultado é similar aos encontrados no endividamento total contábil e no de longo prazo contábil.

Tabela 17 - Resultado da regressão – Endividamento de Curto Prazo

Variável	<i>Pols</i>		Efeitos fixos		Efeitos aleatórios	
	coef	p-valor	coef	p-valor	coef	p-valor
Tamanho da empresa	.0381798	0.225	.1001685	0.104	.0473327	0.247
Idade da empresa	.0005707	0.835	-.0001245	0.989	.0000439	0.987
Lucratividade	.5959859	0.380	.8588981	0.023**	.7951094	0.018**
Tangibilidade	-.6062738	0.040**	-.6716068	0.096*	-.7486721	0.006***
Risco Falência (Volatil)	.0103192	0.002***	.0023776	0.112	.0024805	0.081*
Oportunidade Crescim	.0098009	0.919	-.0413039	0.560	-.0213279	0.750
Exp-prof (EXPER)	-.2232149	0.007***	-.0043834	0.943	-.0663434	0.197
Tempo cargo (MAND)	.003164	0.695	-.0044606	0.424	-.0028139	0.568
FormEduc (EDUC) (2)	.0371359	0.803	-.0371437	0.786	-.0481445	0.721
FormEduc (EDUC) (3)	-.0459847	0.771	-.0792788	0.614	-.074608	0.621
Idade CFO (Ger2)	-.1965566	0.226	-.1437803	0.114	-.1690993	0.032**
Idade CFO (Ger3)	-.2027374	0.127	-.1762545	0.133	-.209718	0.033**
Const	-1.316605	0.020	-2.632438	0.006	-1.589991	0.018
R2	0.2819		-		-	
R2 Ajustado - within	-		0.1139		0.1036	
Valor da estatística F	0.0039		0.0449		0.0094	

**Fonte:** dados da pesquisa

Legenda: \*\*\*,\*\*e \* indicam níveis estatisticamente significativos de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Onde: Endividamento total contábil (ETC); Endividamento de curto prazo contábil (ECP); Endividamento de longo prazo contábil (ELP); Tamanho da empresa (TAM) corresponde ao logaritmo natural do ativo total; Idade da empresa em anos (IDAD); Lucratividade (LUCR) representada pelo EBIT/Ativo total; Tangibilidade (TANG); Oportunidade de crescimento (CRESC), baseado na variação do ativo total; As experiências profissionais anteriores (EXPE) correspondem ao número de funções distintas nas experiências anteriores dos CFO; Tempo no cargo (MAND), anos de mandato do CFO (número de anos no cargo atual); Volatilidade (VOLA) que corresponde ao Risco de Falência da empresa; Nível de formação educacional (EDUC), levou-se em conta o mais alto grau de estudo obtido pelos CFOs, atribuindo-se: (2) quando possui Especialização e/ou MBA, (3) quando possui Mestrado; Idade do CFO (GER 2 e GER3) foi obtida com base na data de nascimento convertido em geração 1

(pessoas nascidas até 1964 - geração *baby boomers*), geração 2 (pessoas nascidas entre 1965 e 1977 – geração X), geração 3 (pessoas nascidas entre 1978 e 1999 – geração Y).

Também no ECP, adotando o modelo de efeitos aleatórios, foi verificado que a geração Y (GER3: -.209718), a mais jovem, provoca um endividamento menor das empresas familiares, contrariando a ideia de Bertrand e Schoar (2003) e Lunkes et al., (2019), de que gestores mais velhos tendem a apresentar menores níveis de alavancagem financeira.

Na Tabela 17, ainda pode ser verificado que, com base no modelo de Efeitos Aleatórios, a variável de controle Lucratividade (.7951094) apresentou coeficiente positivo com significância estatística de 5%. O resultado está de acordo com (*Trade off*), em que se espera uma relação positiva entre a lucratividade e o endividamento da empresa, e em desacordo com (*Pecking Order*), no qual se espera um relação negativa.

Com base no modelo de Efeitos, Aleatórios a variável de controle Tangibilidade (-.7486721) demonstrou significância estatística de 1% e coeficiente negativo, não se comportando como o esperado no referencial teórico, em que uma relação positiva entre o grau de tangibilidade do ativo e o endividamento da empresa é esperada (SOARES; KLOECKNER, 2008; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013).

A variável Volatilidade (Risco de falência) (.0024805), apresentou coeficiente positivo e significância estatística de 10%, contrariando a relação esperada de que o risco de falência deve estar negativamente relacionado ao endividamento, tanto sob a ótica da teoria de *Trade-off*, quanto da teoria de *Pecking Order* (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013).

No endividamento de curto prazo contábil (ECP), as variáveis, tamanho da empresa, idade da empresa, oportunidade de crescimento, experiência profissional do CFO, tempo no cargo e formação educacional do CFO, não apresentaram significância estatística.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Visando contribuir com o desenvolvimento da literatura sobre as influências do alto escalão no endividamento das empresas familiares, este estudo investigou três temas em conjunto (teoria do alto escalão, estrutura de capital e empresa familiar), buscando analisar a influência das características observáveis do *Chief Financial Officer* (CFO) sobre o endividamento das empresas familiares brasileiras, listadas no segmento do Novo Mercado da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), entre 2013 e 2019.

A investigação partiu de quatro hipóteses que buscavam a relação existente entre as variáveis independentes – ligadas às características do CFO – e as variáveis dependentes, referentes à estrutura de capital (endividamento) das empresas familiares brasileiras, sendo utilizadas regressões lineares múltiplas com dados em painel.

A hipótese (H1) de que a idade do CFO apresenta uma relação negativa com o endividamento das empresas familiares, foi fundamentada com base na Teoria do Alto Escalão (HAMBRICK; MASON, 1984) e nos achados de alguns estudos com empresas não familiares, e testada nos três tipos de endividamentos (total contábil, de longo prazo contábil e de curto prazo contábil). No estudo, a idade foi medida com base nas gerações *baby boomers* (GER1), X (GER2) e Y (GER3) – a mais jovem.

Os resultados esperados, para a hipótese (H1), não foram confirmados, pois apesar de as Tabelas 15, 16 e 17 apresentarem os resultados das regressões das idades, com coeficientes negativos, a geração Y (GER3) – a mais jovem – provoca um endividamento menor nos três tipos de endividamento analisado no estudo, ou seja, está contrariando a hipótese de que a maior idade provoca um menor endividamento; dessa forma, em desacordo com os estudos de Bertrand e Schoar (2003) e Lunkes et al., (2019), que apontam a tendência de os gestores mais velhos apresentarem menores níveis de alavancagem financeira, priorizando a utilização do capital próprio.

Em razão de tais resultados, é possível rejeitar (H1), pois o CFO não familiar com mais idade provoca um endividamento maior na empresa familiar brasileira. Como não foi encontrado estudo anterior que trate especificamente da influência do CFO não familiar no endividamento da empresa familiar brasileira, não foi possível comparar os resultados obtidos no estudo.

A segunda hipótese formulada (H2) é de que a experiência profissional do CFO apresenta uma relação negativa com o endividamento das empresas familiares. Os resultados das regressões apresentados nas Tabelas 15 e 16, referentes ao endividamento total contábil (ETC) e endividamento de longo prazo contábil (ELP) das empresas, respectivamente, estão em consonância com a Teoria do Alto Escalão (HAMBRICK; MASON, 1984), e de acordo com o referencial teórico de que existe uma relação negativa entre a experiência profissional do CFO e o endividamento das empresas. Porém, os resultados obtidos estão em desacordo com os achados de Matemilola et al., (2018), que encontraram uma relação positiva. Contudo, devido ao fato de a experiência profissional acompanhar a idade do alto escalão (HAMBRICK; MASON, 1984), por analogia é possível defender que a experiência profissional do CFO não familiar tem uma relação negativa com o endividamento (ETC) e (ELP) das empresas familiares, assim como a idade; portanto, não se rejeita a hipótese (H2).

Para a hipótese (H2), no caso do endividamento de curto prazo contábil (ECP), o resultado da regressão (Tabela 17) apontou que não houve significância estatística na relação entre a variável experiência profissional do CFO não familiar e o endividamento das empresas, indicando que essa experiência não é um fator que influencia o endividamento de curto prazo da empresa familiar brasileira.

Os resultados das regressões nas Tabelas 15, 16 e 17 apontam que as variáveis relacionadas às hipóteses (H3), de que o tempo no cargo de CFO apresenta uma relação negativa com o nível de endividamento das empresas familiares, e (H4) – de que o nível educacional do CFO é positivamente associado com o endividamento das empresas familiares –, nos três tipos de endividamentos não apresentaram significância estatística, também apontando que, possivelmente, o tempo no cargo e o nível educacional do CFO não familiar não são fatores que influenciam o endividamento das empresas familiares.

No geral, os resultados do estudo indicam que o CFO não familiar influencia os endividamentos, porém o de mais idade provoca um endividamento maior da empresa familiar brasileira do que o CFO mais jovem. Uma das possíveis explicações para esses resultados divergentes é a forma como a idade foi medida, ou seja, por geração, e não pela quantidade média dos anos de vida dos CFOs.

Os resultados da pesquisa também indicam que a experiência profissional do CFO não familiar influencia negativamente o endividamento (ETC) e (ELP) da empresa familiar

brasileira, e que não influencia no endividamento de curto prazo contábil (ECP). Ainda se pode observar, nos referidos resultados, que as características observáveis tempo de mandato e formação educacional do CFO não familiar não influenciam o endividamento da empresa familiar brasileira.

Uma das possíveis explicações para os resultados apontados é a possibilidade de como as características citadas anteriormente são consideradas no contexto da empresa familiar. Embora os CFOs não sejam integrantes das famílias, eles estão relacionados com as dimensões da riqueza socioemocional (*Socio-Emotional Wealth – SEW*) da família, já que as empresas familiares também preservam objetivos não financeiros ou afetivos (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2011). Entretanto, os seus proprietários estão preocupados não apenas com a preservação da riqueza socioemocional (SEW), mas também com o retorno financeiro das mesmas (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2007; KALM; GÓMEZ-MEJÍA, 2016).

### **5.1. Limitações do estudo e recomendações para futuras pesquisas**

No tocante às limitações desta pesquisa, destaca-se que, com referência à Teoria do Alto Escalão, tem como fundamento a influência das características psicológicas e das características observáveis dos gestores do alto escalão nos resultados das organizações, porém, este trabalho considerou apenas quatro características observáveis do CFO. Assim, para Almeida (2018), tal limitação gera uma oportunidade para a utilização de mais características observáveis, e também, as psicológicas dos gestores nos futuros trabalhos.

Outra limitação é inerente à própria amostra da pesquisa, por existirem poucas empresas familiares no segmento do Novo Mercado da (B3), razão pela qual a quantidade de empresas no trabalho ficou reduzida. O horizonte temporal do estudo, sete anos (2013 a 2019), foi outra limitação. Então, recomenda-se a ampliação da amostra e do período de estudo, visando aumentar o universo da pesquisa, estendendo a colheita de dados a outros segmentos da (B3).

Uma das limitações foi o uso de apenas três índices de endividamento contábil no estudo. Então, recomenda-se a utilização de outros tipos de endividamentos. Depreende-se, ainda, que várias questões ainda necessitam ser discutidas em futuras pesquisas. Por conseguinte, sugere-se a realização de estudos com empresas familiares de outros países, pois dessa forma seria possível verificar a influência do CFO nessas empresas ao redor do mundo, visando criar bases de referências sobre um tema com enorme lacuna no meio acadêmico.

## V. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDIOĞLU, N. The impact of firm specific characteristics on the relation between financial distress and capital structure decisions. **Journal of Business Research-Turk**, v. 11, n. 2, p. 1057-1067, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.20491/isarder.2019.655>

ACEDO-RAMÍREZ, M.; AYALA-CALVO, J.; NAVARRETE-MARTINEZ, E. Determinants of capital structure: Family businesses vs non-family firms. Finance a Úvěř-Czech. **Journal of Economics and Finance**, 67(2), 80-103, 2017. Disponível em: [http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1380\\_acedo\\_ramirez\\_final\\_issue\\_02\\_2017.pdf](http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1380_acedo_ramirez_final_issue_02_2017.pdf)

ADAIR, P.; ADASKOU, M. Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002-2010). **Cogent Economics & Finance**, 3(1), 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477>

AFFONSO, Henrique José. **Determinantes da profissionalização das empresas familiares brasileiras: um estudo dos impactos nos resultados da organização**. 2014. 249 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Ciências Gerenciais, Universidade FUMEC, Belo Horizonte, 2014. Disponível em: <https://repositorio.fumec.br/xmlui/handle/123456789/715>

ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Rev. contab. finanç., São Paulo**, v. 20, n. 51, p. 6-27, Dec. 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300002>.

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Rev. Econ. Polit., São Paulo**, v. 25, n. 2, p. 115-137, Apr. 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572005000200009>

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Rev. Bras. Econ., Rio de Janeiro**, v. 61, n. 2, p. 129-152, June 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0034-71402007000200001>.

ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F.A.S. Propriedade piramidal das empresas no Brasil. **Revista Economia**, 12(1): 27-48, 2011. Disponível em: [http://anpec.org.br/revista/vol12/vol12n1p27\\_48.pdf](http://anpec.org.br/revista/vol12/vol12n1p27_48.pdf)

ALLOUCHE, J.; AMANN, B., JAUSSAUD, J.; KURASHINA, T. The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation. **Family Business Review**, 21(4), 315–330, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/08944865080210040104>

ALMEIDA, M. A. **Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa das empresas brasileiras**. 2014. 129 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2014. Disponível em: <https://repositorio.ufpe.br/handle/123456789/12481>

ALMEIDA, N. S. **Características dos chief financial officer e escolhas contábeis:**

**evidências da Alemanha, Brasil e Reino Unido.** 2018. 105 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2018. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.14393/ufu.te.2018.331>

ALMEIDA, T. A.; SANTOS, L. M. F.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M.; PESSOA, M. N. M. Estrutura de Propriedade e Disclosure Econômico e Socioambiental nas Maiores Empresas do Brasil. **REPeC**, v. 9, n. 4, p. 362-379, out./dez. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.17524/repec.v9i4.1289>

AMASON, A. C. Distinguishing the effects of functional and dys functional conflict on strategic decision making: Resolving a paradox for top management teams. **Academy of Management Journal**, 39(1), 123-148, 1996. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/256633>

AMORE, M. D; MINICHILLI, A.; CORBETTA, G. How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms? **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1016-1027, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.05.002>

AMPENBERGER, M.; BENNEDSEN, M.; ZHU, H., The capital structure of family firms, in Cumming, D. (Ed.), **Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance**, Oxford University Press, Oxford, 2012, pp. 167-191. Disponível em: [https://research-api.cbs.dk/ws/files/58892409/Haoyong\\_Zhou.pdf#page=19](https://research-api.cbs.dk/ws/files/58892409/Haoyong_Zhou.pdf#page=19)

AMPENBERGER, M.; SCHMID, T.; ACHLEITNER, A.-K.; KASERER, C. Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. **Review of Managerial Science**, 7(3), 247–275, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11846-011-0077-2>

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, 58 (3), 1301-1328, 2003. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3094581>

ANDRADE, D. M.; LIMA, J. B.; MUYLDER, C. F.; ANTONIALLI, L. M. Fatores determinantes para empresas familiares empreendedoras. **Revista Gestão e Planejamento**, Salvador, v. 18, p. 330-348, jan./dez. 2017. Disponível em: <https://revistas.unifacs.br/index.php/rgb/article/view/4260/3211>

ARDALAN, K. Capital structure theory: reconsidered. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 696-710, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.010>.

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

AZOFRA, V.; SANTAMARÍA, M. Ownership, control, and pyramids in Spanish commercial banks. **Journal of Banking & Finance**, 35(6), 1464–1476, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.029>

BARBERIS, N.; THALER, R. H. **A survey of behavioral finance**. In Handbook of the Economics of Finance (ed. G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz). Amsterdam: North-Holland. 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>

BARKER, V. L.; MUELLER, G. C. CEO characteristics and firm R&D spending. **Management Science**, v. 48, n. 6, p. 782-801, 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.1287/mnsc.48.6.782.187>

BARONTINI, R.; CAPRIO, L. The effect of family control on firm value and performance: evidence from Continental Europe. **European Financial Management**, 12(5), 689-723, 2006. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1468-036X.2006.00273.x>

BARROS, C. M. E.; SILVA, P. Y. C.; VOESE, S. B. Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, 18(2), 7-26, 2015. Disponível em: <https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/641/pdf>

BARROS, E. S.; SANTOS, V. M. V. Identificação da adequabilidade da “Lean Construction” à produção em construtoras da RMR: Estudo multi-casos. In: **SIMPÓSIO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 12., 2006**, Bauru. Anais... São Paulo, 2006. Disponível em: [http://www.abepro.org.br/biblioteca/TN\\_STP\\_206\\_226\\_26779.pdf](http://www.abepro.org.br/biblioteca/TN_STP_206_226_26779.pdf)

BARROS, J. D. A elaboração textual de hipóteses – uma contribuição ao seu esclarecimento no ensino de metodologia. **Revista Educação em Questão**, Natal, v. 33, n. 19, p. 305-328, set./dez. 2008. Disponível em: [http://www.abepro.org.br/biblioteca/TN\\_STP\\_206\\_226\\_26779.pdf](http://www.abepro.org.br/biblioteca/TN_STP_206_226_26779.pdf)

BARROS, Pedro Henrique de. **Conservadorismo contábil e estrutura de propriedade**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/T.12.2015.tde-10082015-103557>.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200006>

BEBER, A.; FABBRI, D. Who times the foreign exchange market? Corporate speculation and CEO characteristics. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 1065-1087, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.07.004>

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. Commerce Clearing House, New York, 1932.

BERRONE, P.; CRUZ, C.; GÓMEZ-MEJÍA, L. R. Socioemotional Wealth in Family Firms. **Family Business Review**, 25 (3), 258–279, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>

BERTRAND, M.; SCHOAR, A. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. **Quarterly Journal of Economics**, 118 (4), 1169–1208, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>

BESSLER, W.; DROBETZ, W.; KAZEMIEH, R. “Factors affecting capital structure

**decisions**”, in: Baker, H. K.; Martin, G. S. (Eds), *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence and Practice*, Wiley, Hoboken, New Jersey, pp. 17-40, 2011.

BEUREN, I. M.; HEIN, N.; BOFF, M. L. Estratégias de legitimidade organizacional de Lindblom versus geração familiar gestora de empresas familiares. **Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión**, 9(17), 1-20, 2011.

BEUREN, I. M.; PAMPLONA, E.; LEITE, M. Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. **Rev. adm. contemp.**, Curitiba, v. 24, n. 6, p. 514-531, Dec. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>

BIAGNI, F. L. **Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas de capital aberto no Brasil: uma análise em painel**. Dissertação (Mestrado em Administração). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2003. Disponível em: [https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/4377/4377\\_1.PDF](https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/4377/4377_1.PDF)

BINACCI, M. **Top Management Teams in Family Business: the Role of Non Family Managers**. Doctoral Thesis, Department of Business and Management, PhD Program in Management, 2013. Disponível em: <https://iris.luiss.it/retrieve/handle/11385/201034/109850/20130603-binacci.pdf>

BM&FBOVESPA. **Regulamento do Novo Mercado**, 2017. Disponível em: [http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf)

BOONE, C.; VAN OLFFEN, W.; VAN WITTELOOSTUIJN, A. Psychological team make-up as a determinant of economic firm performance: An experimental study. **Journal of Economic Psychology**, 19 (1), 43-73, February, 1998. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0167-4870\(97\)00036-6](https://doi.org/10.1016/S0167-4870(97)00036-6)

BORTOLON, P.; LEAL, R.P.C. **Determinantes da estrutura piramidal de controle**. In: 10º. Encontro Brasileiro de Finanças, 2010, São Paulo. 10º Encontro Brasileiro de Finanças, 2010.

BORTOLUZZI, D. A. **Relação das características observáveis dos executivos do alto escalão no sistema de controle gerencial e no desempenho em hotéis do Brasil**. 2017. 110 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2017. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/xmlui/handle/123456789/177886>

BORTOLUZZI, D. A.; ZAKARIA, J.; SANTOS, E. A.; LUNKES, R. J. A influência das características dos executivos de alto escalão sobre a estrutura de capital: um estudo em empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Espacios**, v. 37, p. 29-42, 2016. Disponível em: <http://www.revistaespacios.com/a16v37n37/16373730.html>

BOUZGARROU, H.; NAVATTE, P. Ownership structure and acquirers performance: Family vs. non-family firms. **International Review of Financial Analysis**, 27, 123–134, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.01.002>

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. tradução: Celso Roberto Paschoa; revisão técnica: João Carlos Douat. – 10. ed. – Dados eletrônicos. – Porto Alegre: AMGH, 2013.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, vol. 18, p. 9-19, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>

BURKART, M.; PANUNZI, F.; SHLEIFER, A. Family Firms. **The Journal of Finance**, 58(5), 2167–2201, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00601>

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/2571/257127947005.pdf>

CAMPBELL, J. T.; CAMPBELL, T. C.; SIRMON, D. G.; BIERMAN, L.; TUGGLE, C. S. Shareholder Influence over director nomination via proxy access: Implications for agency conflict and stakeholder value. **Management Department Faculty Publications**, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/smj.1989>

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, 41(4), p. 369-380, out./nov./dez. 2006. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rausp/article/view/44412/48032>

CARDOSO, V. R. dos S.; PINHEIRO, M. C. Influência da recessão e das variáveis macroeconômicas sobre a estrutura de capital setorial. **Rev. contab. finanç., São Paulo**, v. 31, n. 84, p. 392-408, Dec. 2020. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201908100>

CARNEY, R. W.; CHILD, T. B. Changes to the ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 2008: The primacy of politics. **Journal of Financial Economics**, v.107, n.2, p.494-513, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.013>

CARPENTER, M. A.; GELETKANYCZ, M. A. SANDERS, W. G. Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. **Journal of Management**, v. 30, n. 6, p. 749-778, 2004. <https://doi.org/10.1016/j.jm.2004.06.001>

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Ownership, control, valuation and performance of brazilian corporations. **Corporate Ownership and Control**. v. 4, n. 1, p. 300-308, 2006. Disponível em: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.852.5256&rep=rep1&type=pdf>

CASELLI, S.; DI GIULI, A. Does the CFO matter in family firms? Evidence from Italy. **The European Journal of Finance**, 16 (5), 381–411, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/13518470903211657>

CATAPAN, A. **Análise da relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil**. Dissertação (Mestrado em

Contabilidade) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2011. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/35008>

CAVALCANTI, J. M. M.; CASTRO, S. L.; AVELAR, E. A.; LAZO, R. P.; MÓL, A. L. R. Relevância das características dos CEO's na estrutura de capital de empresas listadas no IBRX-100 da BM & FBOVESPA. **Revista Pretexto, Belo Horizonte**, v. 19, n. 1, p. 25-42, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.21714/pretexto.v19i1.3638>

CAVALCANTI, J. M. M.; CASTRO, S. L.; AVELAR, E. A.; LAZO, R. P.; MÓL, A. L. R. Financial debt stratification and capital structure determinants of companies listed in the BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 6, n. 3, p. 125-142, 2016. Disponível em: <https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/1956/1852>

CENNAMO, C.; BERRONE, P.; CRUZ, C.; GÓMEZ-MEJÍA, L. R. Socioemotional wealth and proactive stakeholder engagement: Why family-controlled firms care more about their stakeholders. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 36(6), 1153–1173, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00543.x>

CERETTA, P. S.; VIEIRA, K. M.; FONSECA, J. L.; TRINDADE, L. L. Determinantes da Estrutura de Capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao Ibovespa no período de 1995 a 2007. **Revista de Gestão**, v. 16, n. 4, art. 3, p. 29-43, 2009.

CERTO, S. T.; LESTER, R. H.; DALTON, C. M.; DALTON, D. R. Top management teams, strategy and financial performance: A meta-analytic examination. **Journal of Management Studies**, 43 (4), pp. 813-839, 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1111 / j.1467-6486.2006.00612.x>

CHAKRABORTY, I. Capital structure in an emerging stock market: The case of India. **Research in International Business and Finance**, 24(3), 295–314, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2010.02.001>

CHAVA, S.; PURNANANDAM, A. CEOs versus CFOs: incentivos e políticas corporativas. **Journal of Financial Economics**, 97 (2), 263-278, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1016 / j.jfineco.2010.03.018>

CHEN, H.-L.; HSU, W.-T.; HUANG, Y.-S. Top management team characteristics, R&D investment and capital structure in the IT industry. **Small Business Economics**, 35(3), 319–333, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9166-2>

CHILD, J. Organizational structure, environments and performance: The role of strategic choice. **Sociology**, 1972, 6, 1-22. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/003803857200600101>

CHRISMAN, J. J.; CHUA, J. H.; LITZ, R. A. Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 28(4), 335–354, 2004. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2004.00049.x>

CHRISMAN, J. J.; CHUA, J. H.; SHARMA, P. Trends and directions in the development of

a strategic management theory of the family firm. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 29(5), 555-576, 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00098.x>

CHUA, J. H.; CHRISMAN, J. J.; SHARMA, P. Defining the Family Business by Behavior. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 23(4), 19-39, 1999. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, 57(6), 2741-2771, 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, 58 (1-2), 81-112, 2000. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)

COLMAN, D. L. **Testes empíricos das teorias de pecking order e trade off estático em companhias fechadas brasileiras**. Dissertação de Mestrado, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, SP, Brasil, 2014. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/662>

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. 10 ed. Bookman, 2011.

CORREA, C.; BASSO, L.; NAKAMURA, W. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: Análise empírica das teorias de pecking order e trade-off usando panel data. **Revista de Administracao Mackenzie**, v.14, n. 4, pp.106-133, 2013. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/ram/v14n4/v14n4a05.pdf>

CROSSLAND, C.; HAMBRICK, D. C. Differences in managerial discretion across countries: how nation-level institutions affect the degree to which CEOs matters. **Strategic Management Journal**, 32 (8), 797-819, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/smj.913>

CROSSLAND, C.; HAMBRICK, D. How national systems differ in their constraints on corporate executives: A study of CEO effects in three countries. **Strategic Management Journal**, 28 (8), 767-789, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/smj.610>.

CVM - COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **Instrução nº 480 de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>

CYERT, R. M.; MARCH, J. G. **A Behavioral Theory of the Firm**. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1963.

D'ALLURA, G. M.; BANNÒ, M. **Family firm types based on the level of professionalism of the top management team**. In E. Memili & C. Dibrell (Eds.), *The Palgrave handbook of heterogeneity among family firms* (pp. 743-765). New York: Palgrave, 2018. Disponível em: [https://doi.org/10.1007/978-3-319-77676-7\\_27](https://doi.org/10.1007/978-3-319-77676-7_27)

DAHER, C. E. **Testes Empíricos de Teorias Alternativas sobre a Determinação da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras**. Brasília: UnB, UFPB, UFPE, UFRN, 2004, 106 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Brasília, Brasília, 2004. Disponível em: [http://www.ppgcont.unb.br/images/PPGCCMULTI/mest\\_dissert\\_036.pdf](http://www.ppgcont.unb.br/images/PPGCCMULTI/mest_dissert_036.pdf)

DALLABONA, L. F.; OLIVEIRA, C. R.; FIORENTIN, M.; BEZERRA, F. A. Determinantes da Estrutura de Capital no Brasil: Análise das Empresas Familiares Versus Não Familiares Listadas na BM&FBOVESPA. In: **Congresso Brasileiro de Custos (CBC), 2010**, Belo Horizonte. Anais do XVII Congresso Brasileiro de Custos, 2010. p. 1-15. Disponível em: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/viewFile/796/796>

DANTAS, R. A. **Engenharia de Avaliações – Introdução à Metodologia Científica**. São Paulo: Pini, 1998.

DASKALAKIS, N.; PSILLAKI, M. Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. **Applied Financial Economics**, 18(2), 87–97, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/09603100601018864>

DATTA, S.; ISKANDAR-DATTA, M. Upper-echelon executive human capital and compensation: Generalist VS specialist skills. **Strategic Management Journal**, 35(12), 1853–1866, (2014). Disponível em: <https://doi.org/10.1002/smj.2267>

DENIS, D. J.; DENIS, D. K. Majority owner-managers and organizational efficiency. **Journal of Corporate Finance**, 1(1), 91–118, 1994. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0929-1199\(94\)90011-6](https://doi.org/10.1016/0929-1199(94)90011-6)

DEVORE, J. L. **Probabilidade e estatística: para engenharia e ciências**. São Paulo, SP: Thomson Pioneira, 2006. 706 p.

DI GIULI, A.; CASELLI, S.; GATTI, S. Are small family firms financially sophisticated? **Journal of Banking and Finance**, 35, pp. 2931– 2944. 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.03.021>

DIÉGUEZ-SOTO, J.; LÓPEZ-DELGADO, P. Does Family and Lone Founder Involvement Lead to Similar Indebtedness? **Journal of Small Business Management**, 57, 1531–1558, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/jsbm.12422>

DIMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, 48(2), 147–160, 1983. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2095101>

DONATELLA, P., TAGESSON, T. CFO characteristics and opportunistic accounting choice in public sector organizations. **Journal of Management and Governance**, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09521-1>

DONNELLEY, R. G. A Empresa Familiar. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 7, n. 23, abr-jun, p.161-198, 1967.

DUONG, L.; EVANS, J. Gender differences in compensation and earnings management:

Evidence from Australian CFOs. **Pacific-Basin Finance Journal**, 40, 17–35, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.07.004>

DUONG, L.; EVANS, J.; TRUONG, T. P. Getting CFO on board – its impact on firm performance and earnings quality. **Accounting Research Journal**, Vol. 33 No. 2, pp. 435–454, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/ARJ-10-2018-0185>

EDDLESTON, K. A.; KELLERMANN, F. W. Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. **Journal of Business Venturing**, 22(4), 545–565, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2006.06.004>

ENSLEY, M. D.; PEARSON, A.; PEARCE, C. L. Top management team process, shared leadership, and new venture performance: a theoretical model and research agenda. **Human Resource Management Review**, v. 13, n. 2, p. 329–346, 2003. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S1053-4822\(03\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S1053-4822(03)00020-2)

ESCRIBÁ-ESTEVE, A.; SÁNCHEZ-PEINADO, L.; SÁNCHEZ-PEINADO, E. The Influence of Top Management Teams in the Strategic Orientation and Performance of Small and Medium-sized Enterprises. 20(4), 581–597, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2008.00606.x>

ETTORE, L. A. G; MAIA, V. M. Análise do desempenho contábil-financeiro das empresas familiares e não familiares. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 8 n. 1, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.18028/rgfc.v8i1.5623>

FACCIO, M.; LANG, L. H. P.; YOUNG, L. Dividends and Expropriation. **American Economic Review**, 91(1), 54–78, 2001. Disponível em: <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>

FACCIO, M.; LANG, L. H. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, 65(3), 365–395, 2002. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(02\)00146-0](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(02)00146-0)

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **Review of financial studies**, v. 15, n. 1, p. 1–33, 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>

FAMA, E. F; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics** 26, 301–325, 1983. Disponível em: [https://www.wiwi.uni-bonn.de/kraehmer/Lehre/SeminarSS09/Papiere/Fama\\_Jensen\\_Separation\\_ownership\\_control.pdf](https://www.wiwi.uni-bonn.de/kraehmer/Lehre/SeminarSS09/Papiere/Fama_Jensen_Separation_ownership_control.pdf)

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata**. 1. ed. - Rio de Janeiro: LTC, 2020.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão**. São Paulo: Campus, 2009.

FERREIRA DE ANDRADE, A. M. **A relação entre o grau de internacionalização e o desempenho de empresas multinacionais (EMNs): o efeito moderador das características do alto escalão**. Tese (Doutorado em Administração). Universidade de São

Paulo, USP. Ribeirão Preto, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/T.96.2018.tde-18112016-163255>

FILBECK, G.; LEE, S. Financial management techniques in family business. **Family Business Review**, v. 13, p. 201-216, 2000. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2000.00201.x>

FINKELSTEIN, S.; D'AVENI, R. A. CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. **Academy of Management Journal**, 37, 1079-1108, (1994). Disponível em: <https://doi.org/10.2307/256667>

FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK D. C.; CANNELLA, A. **Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards**. Oxford University Press: New York, 2009.

FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. C. Top management team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. **Administrative Science Quarterly**, 35: 484–503, 1990. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2393314>

FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D.C. **Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations**, West, Minneapolis/St. Paul, 1996. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/031289629702200205>

FLANNERY, M. J.; HANKINS, K. W. Estimating dynamic panel models in corporate finance. **Journal of Corporate Finance**, 19, 1–19, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.09.004>

FRANCO, C.M.; FEENEY, O.; QUINN, M.; HIEBL, M.R.W. Position Practices of the Present-day CFO: A Reflection on Historic Roles at Guinness, 1920-1945. **Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review**, 20(1), 55-62, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2016.04.001>

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Capital structure decisions: which factors are reliably important? **Financial Management**, 38(1), 1-37, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Corporate Leverage: How Much do Managers Really Matter? **SSRN Electronic Journal**, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.971082>

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. **Trade-off and pecking order theories of debt**. In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance* (vol. 2, 135–202). Amsterdam: North Holland. 2008.

FRANKS, J.; MAYER, C.; VOLPIN, P.; WAGNER, H. F. The life cycle of Family ownership: international evidence. **The Review of Financial Studies**, 25(6), 1675-1712, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr135>

FRIEDMAN, H. L. ‘Implications of power: When the CEO can pressure the CFO to bias

reports'. **Journal of Accounting and Economics** 58(1), 117–141, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.06.004>

FU, X.; ZHANG, Z. CFO cultural background and stock price crash risk. **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.05.001>

GALLO, M. A.; VILASECA, A. "A financial perspective on structure, conduct, and performance in the family firm: na empirical study." **Family business review**, vol. 11, no. 1, 1998, p. 35. Gale academic one file. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1998.00035.x>

GALLO, M.; TAPIES, J.; CAPPUYNS, K. Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. **Family Business Review**, 17(4), 303-318, 2004. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00020.x>

GAUD, P.; JANI, E.; HOESLI, M.; BENDER, A. The capital structure of Swiss companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. **European Financial Management**, 11(1), 51–69, 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00275.x>

GAZOLA, S. **Construção de um modelo de regressão para avaliação de imóveis**, (Dissertação de mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, 2002. Disponível em: <http://repositorio.ufsc.br/xmlui/handle/123456789/82455>

GE, W.; MATSUMOTO, D.; ZHANG, J. L. Do CFOs Have Style? An Empirical Investigation of the Effect of Individual CFOs on Accounting Practices. **Contemporary Accounting Research**, 28(4), 1141–1179, (2011). Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01097.x>

GEDAJLOVIC, E.; CARNEY, M.; CHRISMAN, J. J.; KELLERMANNNS, F. W. The Adolescence of Family Firm Research. **Journal of Management**, 38(4), 1010–1037, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0149206311429990>

GELETKANYCZ, M. A.; BLACK, S. S. Bound by the past? Experience-based effects on commitment to the strategic status quo. **Journal of Management**, 27: 3–21, 2001. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/014920630102700103>

GERSICK, K. E.; LANSBERG, I.; DAVIS, J. A.; HAMPTON, M. M. **Generation to generation: life cycles of the family business**. New York: Prentice Hall, 1997.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social** - 6. ed. - São Paulo: Atlas, 2008.

GIRIGORI, E. C. Z. L. **The Relationship Between CFO Expertise and Firm Performance**, Master's thesis, Tilburg University, 2013. Disponível em: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=132419>

GITMAN, Lawrence J. **Princípios da administração financeira**. 12 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GOES, T. H. M.; MARTINS, H. H.; MACHADO FILHO, C. A. P. Desempenho Financeiro de Empresas com Características Familiares: Análise de Empresas Brasileiras Listadas na BM&F. **Revista de Gestão**, v. 24, n. 3, p. 197-209, 2017. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/134999>

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. In: LEAL, R. P. C.; COSTA JR. N. C. A.; LEMGRUBER, E. F. (Org.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2001.

GÓMEZ-MEJÍA, L. R.; CRUZ, C.; BERRONE, P.; DE CASTRO, J. The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. **The Academy of Management Annals**, 5(1), 653–707, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/19416520.2011.593320>

GÓMEZ-MEJÍA, L. R.; HAYNES, K.T.; NÚÑES-NICKEL, M. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. **Administrative Science Quarterly**, v. 53, n.1, p. 106-37, dez. 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>

GONZÁLEZ, M.; GUZMÁN, A.; POMBO, C.; TRUJILLO, M.-A. Family firms and financial performance: The cost of growing. **Emerging Markets Review**, 13 (4), 2012, pp. 626-649. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.09.003>

GONZÁLEZ, M.; GUZMÁN, A.; POMBO, C.; TRUJILLO, M.-A. Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. **Journal of Business Research**, 66 (11), 2308–2320, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.03.014>

GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Cornell Law Faculty Publications, Paper** n. 42, 2008. Disponível em: [https://scholarship.law.cornell.edu/clsops\\_papers/42](https://scholarship.law.cornell.edu/clsops_papers/42)

GORMLEY, T. A.; MATSA, D. A. Common Errors: How to (and Not to) Control for Unobserved Heterogeneity. **Review of Financial Studies**, 27(2), 617–661, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/rfs/hht047>

GUEIROS, M. M. B. **Sucessão familiar: o caso de uma empresa transportadora na região metropolitana do Recife - uma visão dos dirigentes**. 1998. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Pernambuco, Pernambuco.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011. 924 p.

GUNEY, Y.; LI, L.; FAIRCHILD, R. The relationship between product market competition and capital structure in Chinese listed firms. **International Review of Financial Analysis**, 20(1), 41–51, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2010.10.003>

HAIR Jr., J.; ANDERSON, R.; TATHAM, R.; BLACK, W. **Multivariate data analysis**. 17ª Edição. Prentice-Hall, 2009.

HALEBLIAN, J.; FINKELSTEIN, S. Top Management Team Size, CEO Dominance, and firm Performance: The Moderating Roles of Environmental Turbulence and Discretion. **Academy of Management Journal**, 36(4), 844–863, 1993. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/256761>

HALL, G.; HUTCHINSON, P.; MICHAELAS, N. Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure. **International Journal of the Economics of Business**, 7(3), 297–312. 2000. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/13571510050197203>

HAMBRICK, D. C. Upper echelons theory: an update. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 2, p. 334-343, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/amr.2007.24345254>

HAMBRICK, D. C.; CHO, T. S.; CHEN, M. J. The influence of top management team heterogeneity on firm's competitive moves. **Administrative Science Quarterly**, 41(4), 659-684, 1996. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2393871>

HAMBRICK, D. C.; FINKELSTEIN, S. Managerial discretion: a bridge between polar views of organizational outcomes. In Cummings L. L. Staw B. M. (eds.) **Research in Organizational Behaviour**, v. 9, pg. 369-406, 1987.

HAMBRICK, D. C.; FINKELSTEIN, S.; MOONEY, A. Executive job demands: new insights for explaining strategic decisions and leader behaviors. **Academy of Management Review**, 30(3): 472–491, 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/amr.2005.17293355>

HAMBRICK, D. C.; MASON, P. A. Upper echelon: the organization as a reflection of its top managers. **Academy of Management Review**, v. 9, n. 2, p.193-206, 1984. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/258434>

HAMBRICK, D.; ABRAHAMSON, E. Assessing managerial discretion across industries: A multimethod approach. **Academy of Management Journal**, 38: 1427–1441. 1995. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/256864>

HAN, J.; ZHANG, J.; HAN, J. CFO as a strategic partner of the CEO: Relational demography and firm financial performance. **Journal of Business and Management**, 21(1), 59–76, 2015. Disponível em: <http://jbm.johogo.com/pdf/volume/2101/JBM-2101-03-full.pdf>

HANG, M.; GEYER-KLINGEBERG, J.; RATHGEBER, A. W.; STÖCKL, S. Measurement matters – A meta-study of the determinants of corporate capital structure. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 68, n. 1, p. 211-225, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.11.011>

HANNAN, M. T.; FREEMAN, J. H. The population ecology of organizations. **American Journal of Sociology**, v. 82, n. 5, p. 929-64, 1977.

HANOUSEK, J.; SHAMSHUR, A. A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy? **Journal of Corporate Finance**, 17(5), 1360–1376, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.004>

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, 46(1), 297–355, 1991. Disponível em: <https://doi:10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>

HERNÁNDEZ-LINARES, R; SARKAR, S; COBO, M. J. Inspecting the Achilles heel: a quantitative analysis of 50 years of family business definitions. **Scientometrics**, v. 115, n. 2, p. 929- 951, 2018. Disponível em: <https://doi:10.1007/s11192-018-2702-1>

HERRMANN, P.; DATTA, D. K. Relationships between Top Management Team Characteristics and International Diversification: an Empirical Investigation. **British Journal of Management**, 16(1), 69–78, 2005. Disponível em: <https://doi:10.1111/j.1467-8551.2005.00429.x>

HIEBL, M. R. W. Bean counter or strategist? Differences in the role of the CFO in family and non-family businesses. **Journal of Family Business Strategy**, 4, 147– 161, (2013a). Disponível em: <https://dx.doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.02.003>

HIEBL, M. R. W. Finance managers in family firms: na upper echelons view. **Journal of Family Business Management**, 7(2), 207–220, (2017). Disponível em: <https://doi:10.1108/jfbm-07-2016-0014>

HIEBL, M.R.W. Non-family CFOs in family businesses: do they fit? **Journal of Business Strategy**, Vol. 34 No. 2, pp. 45-51, (2013c). Disponível em: <https://doi.org/10.1108/02756661311310459>

HIEBL, M.R.W. Risk aversion in family firms: what do we really know?, **The Journal of Risk Finance**, Vol. 14 No. 1, pp. 49-70, (2013b). Disponível em: <https://doi.org/10.1108/15265941311288103>

HIEBL, M.R.W. Upper echelons theory in management accounting and control research. **J Manag Control** 24, 223–240 (2014). Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s00187-013-0183-1>

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. Grenciamento de resultados e estrutura de propriedade: evidências no Brasil. **Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, 6(1), 17-35, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.13140/2.1.1115.0720>

IVASHINA, V.; SCHARFSTEIN, D. Bank lending during the financial crisis of 2008. **Journal of Financial Economics**, 97(3), 319–338, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.001>

JARDIM, J. R. P. S. **A influência da estrutura de propriedade e controle sobre a estrutura de capital - um estudo empírico no mercado acionário brasileiro de 2010 a 2016**. 2018. 97 f. Tese (Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.

JENSEN, M. C.; MACLING, W. H. Theory of Firm: managerial behavior, agency cost, and Ownership Structures. *Journal of Financial Economics* (1976), 305-360. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

JIANG, D.; CHEN, D. CFO Status and Stock Return Synchronicity. **China Accounting and Finance Review**. Volume 21, Number 3, September 2019. Disponível em: [https://af.polyu.edu.hk/media/19128/2019\\_3\\_1.pdf](https://af.polyu.edu.hk/media/19128/2019_3_1.pdf)

JIANG, J.; PETRONI, K.; WANG, I. CFOs and CEOs: Who has the most influence on earnings management? **Journal of Financial Economics** 96 (3): 513–26, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.007>

JONES, G. D. C. **Influência da magnitude, da volatilidade e do crescimento da geração de caixa no endividamento das empresas no Brasil**. 2018. 119 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.

KABACOFF, R. I.; STOFFEY, R. W. Age differences in organizational leadership. In: **16th Annual Conference of the Society for Industrial and Organizational Psychology**, San Diego, California, 2001.

KALE, J. R.; SHAHRUR, H. Corporate capital structure and the characteristics of suppliers and customers. **Journal of Financial Economics**, 83(2), 321–365, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.007>

KALM, M.; GÓMEZ-MEJÍA, L. R. Socioemotional wealth preservation in family firms. **Revista de Administração**, 51(4), 409–411, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.rausp.2016.08.002>

KATZ, R.; The effects of group longevity on project communication and performance. **Administrative Science Quarterly** 27, no. 1, 81-104, 1982. Disponível em: <https://doi:10.2307/2392547>.

KAVESKI, I. D. S.; HALL, R. J.; DEGENHART, L.; VOGT, M.; HEIN, N. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto do agronegócio: um estudo a luz das teorias trade off e pecking order. **Revista Economia & Gestão**, v. 15, n. 41, p. 135-158, 2015.

KAYO, E. K.; BRUNALDI, E. O.; ALDRIGHI, D. M. Capital Structure Adjustment in Brazilian Family Firms. **Revista de Administração Contemporânea**, 22(1), 92–114, 2018. Disponível em: <https://doi:10.1590/1982-7849rac2018170004>

KELLERMANN, F.W.; EDDLESTON, K.A.; SARATHY, R. Innovativeness in family firms: a family influence perspective. **Small Bus Econ** 38, 85–101 (2012). Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9268-5>

KIM, J. B.; LI, Y.; ZHANG, L. CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. **Journal of Financial Economics**, Vol. 101, 713-730, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.013>

KLEIN, S. B.; BELL, F. A. Non-family executives in family businesses: A literature review. **Electronic Journal of Family Business Studies**, 1(1), 19–37, 2007. Disponível em: <https://www.jyu.fi/jsbe/en/entrepreneurship/ejfb>

KOR, Y. Direct and interaction effects of top management team and board compositions on R&D investment strategy. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 11, p. 1081-1099, 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/smj.554>

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A state-preference model of optimal financial

leverage. **The Journal of Finance**, 28(4), 911–922, 1973. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; & SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, 54 (2), 471-518, 1999. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, 106(6), 1113–1155, 1998. Disponível em: <https://doi.org/10.1086/250042>

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 1-13, jan./abr. 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000100002>.

LEMMON, M. L.; ROBERTS, M. R.; ZENDER, J. F. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. **Journal of Finance**, 63(4), 1575-1608, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x>

LETHBRIDGE, E. Tendências da empresa familiar no mundo. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7 , p. [185]-199, jun. 1997.

LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M. D.; PESSOA, M. N. M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. **Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 1-18, 2015.

LING, Y.; BALDRIDGE, D.; CRAIG, J. The impact of family structure on issue selling by successor generation members in family firms. **Journal of Family Business Strategy**, vol. 3, pp. 220-227, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2012.10.002>

LISBOA, I. Sucessão nas empresas familiares e o impacto no endividamento. Evidência para as PME da região de Leiria. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, vol. 17, núm. 2, pp. 24-42, 2018. Disponível em: <https://www.redalyc.org/jatsRepo/5680/568060413003/html/index.html>

LIU, W.; YANG, H.; ZHANG, G. Does family business excel in firm performance? An institution-based view. **Asia Pacific Journal of Management**, 29(4), 965-987, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10490-010-9216-6>

LODI, J. B. **A empresa familiar**. 5. ed. São Paulo: Pioneira, 1998.

LÓPEZ-DELGADO, P.; DIÉGUEZ-SOTO, J. Indebtedness in family-managed firms: the moderating role of female directors on the board. **Review of Managerial Science**, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0307-y>

LÓPEZ-GRACIA, J.; SÁNCHEZ-ANDÚJAR, S. Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms. **Family Business Review**, 20(4), 269–287, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00094.x>

LUCKY, L. A.; MICHAEL, A. O. Leverage and corporate financial distress in Nigeria: A panel data analysis. **Asian Finance & Baking Review**, v. 3, n. 2, p. 26-38, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.46281/asfbr.v3i2.370>

LUNKES, R. J.; MENDES, A. C.; COSTA, G. D.; ROSA, F. S. Impactos dos investimentos em inovação e da estrutura de capital no desempenho organizacional: uma análise sob a perspectiva da equipe de alto escalão. **Revista Universo Contábil**, v. 15, n. 2, p. 59-77, 2019. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2019212>

LUTZ, E.; SCHRAML, S. Family firms: should they hire an outside CFO? **Journal of Business Strategy**, 33(1), 39–44, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/02756661211193802>

MACPHERSON, A.; HOLT, R. Knowledge, learning and small firm growth: a systematic review of the evidence. **Research Policy**, v. 36, n. 2, p. 172-192, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2006.10.001>

MARCH, J. G.; SIMON, H. A. **Organizations**. New York: Wiley, 1958.

MARQUES, L. D. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura**. Série Working Papers do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100, 2000. Disponível em: <http://wps.fep.up.pt/wps/wp100.pdf>

MARTÍNEZ FRANCO, C., FEENEY, O., QUINN, M., & HIEBL, M. R. W. Position practices of the present-day CFO: A reflection on historic roles at Guinness, 1920–1945. **Revista de Contabilidad**, 20(1), 55–62, (2017). Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2016.04.001>.

MARTÍNEZ, J.I.; STÖHR, B.S.; QUIROGA, B.F. Family ownership and firm performance: evidence from public companies in Chile. **Family Business Review**, 20 (2) (2007), pp. 83-94. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00087.x>

MATEMILOLA, B. T.; BANY-ARIFFIN, A. N.; AZMAN-SAINI, W. N. W.; NASSIR, A. M. Does top managers' experience affect firms' capital structure? **Research in International Business and Finance**, 45, 488–498, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>

MATEMILOLA, B.T.; BANY-ARIFFIN, A. N.; B. MCGOWAN, C. Inobservable effects and firm's capital structure determinants. **Managerial Finance**, Vol. 39 No. 12, pp. 1124-1137, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/MF-08-2012-0187>

MAURY, B. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 2, p. 321-341, 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002>

MAZAGATOS, V. B.; PUENTE, E. de Q.; GARCÍA, J. B. D. La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional. Spanish Journal of Finance and Accounting / **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, 38(141), 57–73, 2009. Disponível em:

<https://doi.org/10.1080/02102412.2009.10779662>.

MAZAGATOS, V. B.; PUENTE, E. de Q.; CASTRILLO, L. A. The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study. **Family Business Review**, v. 20, n. 3, p. 199-213, 2007. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00095.x>

MAZZI, C. Family business and financial performance: current state of knowledge and future research challenges. **Journal of Family Business Strategy**, 2(3), 166-181, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.07.001>

MCCLELLAND, P. L.; BARKER, V. L.; OH, W. CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies. **Journal of Business Research**, v. 65, n. 9, p. 1387-1393, 2012. Disponível em: [https://doi.org/10.1016 / J.JBUSRES.2011.09.003](https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2011.09.003)

MCCONAUGHY, D. L.; MATTHEWS, C. H.; FIALKO, A. S. Founding family controlled firms: Performance, risk and value. **Journal of Small Business Management**, 39 (1), 2001, 31–49. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/0447-2778.00004>

MICHEL, J.; HAMBRICK, D.C. Diversification Posture and the Characteristics of the Top Management Team. **Academy of Management Journal**. V. 35, p. 9-37, 1992. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/256471>

MICHELON, P. S.; LUNKES, R. J.; BORNIA, A. C. Há influência de características do Top Management Team na estrutura de capital das empresas financeiras? **Ibero american Journal of Strategic Management (IJSM)**, v. 19, n. 2, p. 87-104, Apr./June 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.5585/riae.v19i2.16132>

MIGUEL, A. De.; PINDADO, J. Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. **Journal of Corporate Finance**, 7(1), 77–99, 2001. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(00\)00020-1](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(00)00020-1)

MILLER, D. Some organizational consequences of CEO succession. **Academy of Management Journal**, v. 36, n. 3, p. 644-659, 1993. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/256597>

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I.; LESTER, R. H. Family ownership and acquisition behavior in publicluy traded companies. **Strategic Management Journal**, 31 (2010), pp. 201-223. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/smj.802>

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I.; LESTER, R. H.; CANNELLA, A. A. Are family firms really superior performers? **Journal of Corporate Finance**, 13(5), 829–858, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004>

MILLER, D.; SHAMSIE, J. Learning across the life cycle: Experimentation and performance among the Hollywood. **Studio heads**. , 22(8), 725–745, 2001. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/smj.171>

MINICHILLI, A; CORBETTA, G.; MACMILLAN, I. C. Top Management Teams in

Family-Controlled Companies: “Familianness”, “Faultlines”, and Their Impact on Financial Performance. **Journal of Management Studies**, 47 (2), 205–222. (2010). Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00888.x>

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American economic review**, p. 433-443, 1963. Disponível em: <https://epge.fgv.br/we/MFEE/FinancasCorporativas/2012?action=AttachFile&do=get&target=Paper8.pdf>

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, p. 261-297, 1958. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/pdf/1809766.pdf?refreqid=excelsior%3A92e44e4db709c0ef095502081a8487a6>

MONTEIRO, J. J.; GASPARETTO, V.; LUNKES, R. J. Influência da Gestão Familiar na Estrutura de Capital. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 13, n. 2, p. 1-17, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.12712/rpca.v13i2.28146>

MORAES FILHO, A. C. T.; BARONE, F. M.; PINTO, M. O. A produção científica em empresas familiares: um enfoque conceitual. **Rev. Adm. Pública**, Rio de Janeiro, v. 45 n. 6, p. 1971-1991, Dec. 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0034-76122011000600016>.

MOTYLSKA-KUZMA, A. The financial decisions of family businesses. **Journal of Family Business Management**, Vol. 7 Issue: 3, pp.351-373, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/JFBM-07-2017-0019>

MOURA, G. D. de. **Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no posicionamento em fusões e aquisições**. Tese de Doutorado, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, Santa Catarina, Brasil, 2014.

MOURA, G. D. DE.; LANZARIN, J.; MAZZIONI, S.; MACÊDO, F. F. R. R. Qual a influência da gestão familiar no custo de financiamento da dívida? Análise em companhias com estrutura de propriedade familiar. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, 17(43), 71–87, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n43p71>

MOURA, G. D.; BIANCHET, T. D. S. A.; MAZZIONI, S.; MACÊDO, F. F. R. R. Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no gerenciamento de resultados. **Enfoque: Reflexão Contábil**, 37(2), 107-126, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i2.37824>

MOUSSA, A.A., ELGIZIRY, K. The impact of family involvement in business on capital structure decisions: A literature review. **Investment Management and Financial Innovations**, 16 (1), pp. 258-266. 2019. Disponível em: [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(1\).2019.20](https://doi.org/10.21511/imfi.16(1).2019.20)

MUGOŠA, A. The determinants of capital structure choice: Evidence from Western Europe. **BEH - Business and Economic Horizons**, 11(2), 76–95, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.15208/beh.2015.07>

MYERS, S. C. Capital Structure. **Journal of Economic Perspectives**, 15(2), 81–102, 2001. Disponível em: <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, 13(2), p. 187–221, 1984. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

MYERS, S. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, p. 575–92, 1984. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2327916>

NIELSEN, S.; HUSE, M. The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. **Corporate Governance: An International Review**, 18, 136–148, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00784.x>

NISYAMA, E. K. **Diversidade do Conselho de Administração e decisões de estrutura de capital**. 2016. 121 f. Tese (Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.

OINO, I.; UKAEGBU, B. The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. **Research in International Business and Finance**, 35, 111–121. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.004>

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo. 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/31027/estrutura-de-propriedade-e-desempenho-corporativo-no-brasil>

OLIVEIRA, E. C. **Determinantes do endividamento: evidência empírica para as empresas do distrito de Santarém**. 2015. 61 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Finanças) – Instituto Politécnico de Santarém, Escola Superior de Gestão e Tecnologia, Santarém, 2015.

ORO, I. M.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Análise da relação entre a estrutura de capital e o lucro operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 20, n. 1, p. 67-94, 2009. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/574>

PACHECO, J.; SCHMITT, M.; BORTOLUZZI, D. A.; LUNKES, R. J. Características dos Executivos do Alto Escalão e a Influência no Desempenho: Um Estudo em Empresas Listadas na Bolsa Brasileira. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 16, n. 1, p. 59-83, 2019.

PAMPLONA, E.; DAL MAGRO, C. B.; SILVA, T. P. DA. Estrutura de capital e desempenho econômico de empresas familiares do Brasil e de Portugal. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, v. 16, n. 2, p. 38-54, 19 maio 2017. Disponível em:

<https://doi.org/10.12660/rgplp.v16n2.2017.78381>

PARENTE, T. C. **Efetividade das decisões em conselhos de administração de empresas familiares: uma abordagem configuracional**. 2018. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/T.12.2018.tde-04072018-145128>. Acesso em: 03-10- 2020.

PARK, H. M. Practical guides to panel data modeling: a step-by-step analysis using stata. Tutorial Working Paper. Graduate School of International Relations, International University of Japan, 2011.

PATEL, P. C.; COOPER, D. Structural power equality between family and non-family TMT members and the performance of family firms. **Academy of management journal** 57 (6): 1624-1649, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/amj.2012.0681>

PEGELS, C. C.; YANG, B. The impact of managerial characteristics on strategic assets management capabilities. **Team Performance Management: An International Journal**, 6 (5/6), 97-107, 2000.

PENI, E. CEO and Chairperson characteristics and firm performance. **Journal of Management and Governance**, v. 18, n. 1, p.185-205, (2014). Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>

PEREIRA, B. da S. **Análise da relação entre as características observáveis dos CEOs e o desempenho empresarial das empresas listadas no segmento novo mercado da BM&FBOVESPA**. Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Florianópolis, 2017.

PEROBELLI, F.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, jul.-set. 2002.

PESTANA, L. J. **Estrutura de Capitais nas Empresas Familiares**. Dissertação de Mestrado - Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Instituto Politécnico do Porto, 2017.

PÓVOA, A. C. S. **Estrutura de dívida: um estudo sobre os padrões e determinantes do endividamento das empresas que atuam no Brasil**. 2013. 215 f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2013.

PRADO, J. W. do. **Determinantes e implicações da estrutura de capital, da estrutura de propriedade e da governança corporativa: um modelo multitéórico de análise**. 2019. 194 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2019.

PRENDERGAST, C.; STOLE, L. Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning. **Journal of Political Economy**, CIV (1996), 1105–1134. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1086/262055>

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What Do We Know about Capital Structure? **Some**

**Evidence from International Data. The Journal of Finance**, 50(5), 1421–1460, 1995. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

RAKHMAYIL, S.; YUCE, A. Effects of manager qualification on firm value. **Journal of Business & Economics Research**, 6(7), 1-15, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.19030/jber.v6i7.2452>

RAMALHO, J. J.; RITA, R. M.; DA SILVA, J. V. The impact of family ownership on capital structure of firms: Exploring the role of zero-leverage, size, location and the global financial crisis. **International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship**, 36(5), 574–604, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0266242617753050>

RIBEIRO NETO, R. M; FAMÁ, R. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro: o Novo Mercado. **RAUSP-Revista de Administração da USP**, v. 37, n. 1, p. 29-38, 2002. Disponível em: <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/v37n1p29a38.pdf>

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

RICHTER, A.; WEISS, C. Determinants of ownership concentration in public firms: The importance of firm-, industry- and country-level factors. **International Review of Law and Economics**, 33, 1–14, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.irl.2012.08.003>

ROBINSON, P. B.; SEXTON, E. A. The effect of education and experience on self-employment success. **Journal of Business Venturing**, 9(2), 141–156, 1994. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(94\)90006-x](https://doi.org/10.1016/0883-9026(94)90006-x)

ROCHA, F. D. **Determinantes da estrutura de capital e o nível de endividamento nas empresas de capital aberto: um estudo comparativo entre Argentina, Brasil e Estados Unidos**. 2014. 283 p. Tese (Doutorado) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2014.

ROSS, S. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. **The Bell Journal of Economics**, 8(1), 23-40, 1977. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/3003485>

SAIDU, S. CEO characteristics and firm performance: focus on origin, education and ownership. **Journal of Global Entrepreneurship Research**, 9(1), 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1186/s40497-019-0153-7>

SANTOS, M. S.; MOREIRA, A. C.; & VIEIRA, E. S. Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. **Journal of Management & Governance**, 18(4), 1063–1107, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9272-7>

SCARPIN ET AL., J. E.; ALMEIDA, D. M.; & MACHADO, D. G. Endividamento e lucratividade: um estudo em empresas familiares e não familiares que compõem o índice IBRX-100 da BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, 4(2), 93-109, 2012. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/2141/1575>

SCHMID, T. Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family

firms. **Journal of Banking & Finance**, 37(2), 257–272, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.08.026>

SEGURA, L. C.; FORMIGONI, H. Influência do controle e da gestão familiar no endividamento das empresas abertas brasileiras: um estudo quantitativo. **Brazilian Business Review**, 11(6), 51-76, 2014.

SEGURA, L. **Influência da gestão e do controle familiares e do fundador sobre o endividamento das empresas abertas brasileiras: evidências empíricas**. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2012.

SERFLING, M. A. CEO age and the riskiness of corporate policies. **Journal of Corporate Finance**, v. 25, p. 251-273, 2014. Disponível em: [https://doi.org/10.1016 / j.jcorpfin.2013.12.013](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013)

SHARMA, P.; CHRISMAN, J. J.; CHUA, J. H. Strategic Management of the Family Business: Past Research and Future Challenges. **Family Business Review**, 10(1), 1–35. 1997. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1997.00001.x>

SILVA JUNIOR, A. **Trajatória de crescimento, governança corporativa e gestão universitária: estudo de caso em três instituições de educação superior do tipo familiar**. 2006. Tese (Doutorado) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2006.

SILVA, J. M. A. da. **As características dos fornecedores e clientes influenciam a estrutura de capital das empresas?**. 2016. 189 f. Tese (Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.

SILVA, S. B. **Estrutura de capital e diversificação de negócios de empresas brasileiras**. 2018. 103 f. Tese (Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.

SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. C.; FAMA, R. Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo**, v. 39, n.4, pp. 362-372, October – December, 2004.

SMITH, B. F.; AMOAKO-ADU, B. Management succession and financial performance of family controlled firms. **Journal of Corporate Finance**, 5(4), 341–368, 1999. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(99\)00010-3](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(99)00010-3)

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, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000400008>.

STEIGER, T.; DULLER, C.; HIEBL, M. R. W. No Consensus in Sight: Na Analysis of Ten Years of Family Business Definitions in Empirical Research Studies. **Journal of Enterprising Culture**, 23(01), 25–62, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1142/s0218495815500028>

STEVEN A. S.; AMASON, A. C. Assessing the State of Top Management Teams Research. **Oxford Research Encyclopedia of Business and Management**. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190224851.013.23>

SUN, J.; KENT, P.; QI, B.; WANG, J. Chief financial officer demographic characteristics and fraudulent financial reporting in China. **Accounting e Finance**, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/acfi.12286>

SUN, L.; RAKHMAN, F. CFO financial expertise and corporate social responsibility. **International Journal of Law and Management**, 55(3), 161–172, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/17542431311327619>

TANAKA, T. Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. **Journal of the Japanese and International Economies**, 34, 315-335, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2014.03.002>

TAYLOR, R. Concepts, theory and techniques, psychological determinants of bounded rationality: implications for decision-making strategies. **Decision Science**, 6, p. 409-429, 1975.

THIELE, F. K.; WENDT, M. Family firm identity and capital structure decisions. **Journal of Family Business Management**, 7(2), 221–239, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/jfbm-05-2017-0012>

TIHANYI, L.; ELLSTRAND A. E.; DAILY, C. M. Composition of the top management team and firm international diversification. **Journal of Management**, v. 26, n. 6, p. 1157-1177, 2000. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(00\)00076-3](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(00)00076-3)

TING, I. W. K.; AZIZAN, N. A. B.; KWEH, Q. L. Upper echelon theory revisited: The relationship between CEO personal characteristics and financial leverage decision. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, 195, 686-694, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.276>

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, 43(1), 1–19, 1988. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

TRÊS, G.; SERRA, F.; FERREIRA, M. P. O tempo de mandato do CEO e o desempenho das empresas: Um estudo comparativo de empresas familiares e não-familiares brasileiras. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 14, n. 3, p. 5-31, 2014

TRISTÃO, P. A.; SONZA, I. B. Is the capital structure stable in Brazil? **Revista de Administração Mackenzie**, 20(4), 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF190154>

TSOY, L.; HESHMATI, A. Impact of Financial Crises on the Dynamics of Capital Structure: Evidence from Korean Listed Companies. **The Singapore Economic Review**, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1142/s0217590819500498>

TULUNG, J. E.; RAMDANI, D. The Influence of Top Management Team Characteristics on BPD Performance. **International Research Journal of Business Studies** vol. VIII no. 03 (2015 - 2016), 155 – 166, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.21632/irjbs.8.3.155-166>

UHDE, D. A.; KLARNER, P.; TUSCHKE, A. Board monitoring of the chief financial officer: A review and research agenda. **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 25, No. 2, 116-133, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/corg.12188>

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**. v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000. Disponível em: <http://www.abante.cl/files/ABT/Contenidos/Vol-3-N1/2%20Valadares.pdf>

VELOSO, E. F. R.; DUTRA, J. S.; NAKATA, L. E. Percepção sobre carreiras inteligentes: diferenças entre as gerações Y, X e *baby boomers*. **REGE Revista de Gestão**, [S. l.], v. 23, n. 2, p. 88-98, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.rege.2015.05.001>.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006. Disponível em: [https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1014&context=mgmt\\_papers](https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1014&context=mgmt_papers)

VILLELA, L.; MAUAD, R. P.; JUCA, M.; FORTE, D. Empresas Brasileiras de Pequeno Porte: Uma análise dos fatores determinantes de sua estrutura de capital. **Artigo submetido ao Semead**, Set. 2016. Disponível em: [http://dspace.mackenzie.br/bitstream/handle/10899/18680/4491\\_2014\\_0\\_1.pdf;jsessionid=A63FD0E5E2AB2056773B18230F9750D?sequence=1](http://dspace.mackenzie.br/bitstream/handle/10899/18680/4491_2014_0_1.pdf;jsessionid=A63FD0E5E2AB2056773B18230F9750D?sequence=1)

VITHESSONTHI, C.; TONGURAI, J. The effect of firm size on the leverage–performance relationship during the financial crisis of 2007–2009. **Journal of Multinational Financial Management**, 29, 1–29, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2014.11.001>

VROOM, V. H.; PAHL, B. Relationship between age and risk-taking among managers. **Journal of Applied Psychology**, 55: 399-405, 1971. Disponível em: <https://doi.org/10.1037/h0031776>

WANGROW, D. B.; SCHEPKER, D. J.; BARKER, V. L. Managerial discretion: Na empirical review and focus on future research directions. **Journal of Management**, 41: 99-135, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0149206314554214>

WIERSEMA, M. F.; BANTEL, K. A. Top management team demography and corporate strategic change. **Academy of Management Journal**, 35(1), 91-121, 1992. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/256474>

WISEMAN, R. M.; GÓMEZ-MEJÍA, L. R. A behavioral agency model of managerial risk taking. **Academy of Management Review**, v. 23, n. 1, p. 133-153, 1998. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/259103>

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria: uma abordagem moderna**. Tradução de José Antônio Ferreira. 4. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

WORTMAN, M. S. Critical issues in family business: An international perspective of

practice and research. **Proceedings of the 40th International Council for Small Business Conference**, Sydney. NCP Printing, Newcastle, New South Wales: University of Newcastle, 1995.

YOUNG, M. N.; PENG, M. W.; AHLSTROM, D.; BRUTON, G. D.; JIANG, Y. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196–220, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>

YOUSAF, I.; ALI, S.; HASSAN, A. Effect of family control on corporate dividend policy of firms in Pakistan. **Financial Innovation** 5 (42), 1-13, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0158-9>

ZAHRA, S. A.; PRIEM, R. L.; RASHEED, A. A. Understanding the causes and effects of top management fraud. **Organizational Dynamics**, 36(2), 122, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2007.03.002>

ZBOROWSKI, I. B. Empresas Familiares no Índice Bovespa. 67 fl. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2009.

ZEITUN, R.; TEMIMI, A.; MIMOUNI, K. Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 63, 21–33, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.05.004>

ZELLWEGER, T. M.; KELLERMANN, F. W.; CHRISMAN, J. J.; CHUA, J. H. Family control and family firm valuation by family CEOs: The importance of intentions for transgenerational control. **Organization Science**, 23(3), 851–868, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1287/orsc.1110.0665>

## APÊNDICE - Empresas Familiares selecionadas para o estudo

NR	NOME	CÓDIGO	SETOR ECONÔMICO (B3)	SETOR DA ECONOMÁTICA
1	AREZZO CO	ARZZ3	Consumo cíclico	Textil
2	CSUCARDSYST	CARD3	Bens industriais	Outros
3	CYRELAREALT	CYRE3	Consumo cíclico	Construção
4	DIRECIONAL	DIRR3	Consumo cíclico	Construção
5	DURATEX	DTEX3	Materiais básicos	Outros
6	ENAUTA PART	ENAT3	Petróleo gás e biocombustíveis	Petróleo e Gas
7	EZTEC	EZTC3	Consumo cíclico	Construção
8	FER HERINGER	FHER3	Materiais básicos	Química
9	HELBOR	HBOR3	Consumo cíclico	Construção
10	INDS ROMI	ROMI3	Bens industriais	Máquinas Indust
11	JBS	JBSS3	Consumo não cíclico	Alimentos e Beb
12	LOCALIZA	RENT3	Consumo cíclico	Outros
13	LOCAMERICA	LCAM3	Consumo cíclico	Outros
14	LOJAS MARISA	AMAR3	Consumo cíclico	Comércio
15	M.DIAS BRANCO	MDIA3	Consumo não cíclico	Alimentos e Beb
16	MAGAZINE LUIZA	MGLU3	Consumo cíclico	Comércio
17	MARFRIG	MRFG3	Consumo não cíclico	Alimentos e Beb
18	MILLS	MILS3	Bens industriais	Outros
19	MINERVA	BEEF3	Consumo não cíclico	Alimentos e Beb
20	MRV	MRVE3	Consumo cíclico	Construção
21	PORTOBELLO	PTBL3	Bens industriais	Minerais não Met
22	PROFARMA	PFRM3	Saúde	Comércio
23	RAIA DROGASIL	RADL3	Saúde	Comércio
24	RNI	RDNI3	Consumo cíclico	Construção
25	ROSSI RESID	RSID3	Consumo cíclico	Construção
26	SAO MARTINHO	SMTO3	Consumo não cíclico	Alimentos e Beb
27	SER EDUCA	SEER3	Consumo cíclico	Outros
28	SUZANO S.A.	SUZB3	Materiais básicos	Papel e Celulose
29	TECNISA	TCSA3	Consumo cíclico	Construção
30	TRISUL	TRIS3	Consumo cíclico	Construção
31	UNICASA	UCAS3	Consumo cíclico	Outros
32	VULCABRAS	VULC3	Consumo cíclico	Textil
33	WEG	WEGE3	Bens industriais	Máquinas Indust

Fonte: Elaborado pelo autor com base em BM&FBOVESPA (2019).