



Encontro Internacional sobre Gestão
Empresarial e Meio Ambiente

Influência da estrutura de capital no desempenho financeiro de empresas familiares brasileiras e portuguesas

HERIVELTON ANTONIO SCHUSTER

Universidade Regional de Blumenau
herivelton_schuster@hotmail.com

TARCÍSIO PEDRO DA SILVA

Universidade Regional de Blumenau
tarcisio@furb.br

BRADLEI RICARDO MORETTI

Universidade Regional de Blumenau
bradlei@berka.com.br

Influência da estrutura de capital no desempenho financeiro de empresas familiares brasileiras e portuguesas

RESUMO

Empresas familiares possuem características específicas que as diferenciam das demais empresas. Neste contexto, esta pesquisa objetiva correlacionar a estrutura financeira com o desempenho financeiro das empresas familiares brasileiras e portuguesas. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa, utilizando o método estatístico correlação canônica em uma amostra de 80 empresas familiares brasileiras e 19 empresas familiares portuguesas. O período de estudo compreendeu os anos de 2010 a 2014. Os resultados da pesquisa indicam que países possuem uma diferença em relação à escolha da sua estrutura de capital para alcançar do desempenho financeiro desejado onde cada organização adequa sua estrutura ao contexto que está inserida. Dentre as variáveis da estrutura de capital, as que se apresentaram mais significativas quanto a influência no desempenho financeiro foram as de Liquidez Seca (LS) e a Rentabilidade (RENT) para as empresas do Brasil e Liquidez Seca (LS), Liquidez Corrente (LC) e Rentabilidade (RENT) nas empresas de Portugal.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Desempenho Financeiro. Empresas Familiares.

Capital structure influence on the financial performance of Brazilian and Portuguese family businesses

ABSTRACT

Family businesses have specific characteristics that differentiate them from other companies. In this context, this research aims to correlate the financial structure with the financial performance of Brazilian and Portuguese family businesses. To this end, we carried out a descriptive, documentary and research with a quantitative approach, using the statistical canonical correlation method in a sample of 80 Brazilian family businesses and 19 Portuguese family businesses. The study period comprised the years 2010 to 2014. The survey results indicate that countries have a difference in relation to the choice of its capital structure to achieve the desired financial performance where each organization adapts its structure to the context in which it operates. Among the variables of capital structure, which showed more significant as the influence on financial performance were the Liquidity Drought (LS) and profitability (RENT) for companies in Brazil and Liquidity Drought (LS) Current Ratio (LC) and profitability (RENT) in companies in Portugal.

Key Words: Capital structure. Financial performance. Family Business.

1 INTRODUÇÃO

Nas empresas familiares, os líderes permanecem por longos períodos em seus cargos, o que ocasiona a continuidade dos negócios e estabilidade. Deste modo, além da rentabilidade, as empresas familiares objetivam a continuidade e prudência da empresa, favorecendo a esta crescimento (BRENES; MADRIGAL; REQUENA, 2011). Para tanto, segundo Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) a sobrevivência da empresa é uma preocupação para as famílias, o que reflete em uma maior probabilidade de maximizar o valor destas.

Diante da representatividade das empresas familiares, os estudos que verificam seus diversos aspectos, como é o caso da estrutura de capital e o desempenho de mercado, tornam-se fundamentais para a compreensão do seu funcionamento econômico. Camargos e Barbosa

(2005) destacam que a análise do desempenho financeiro constitui-se em estudos relevantes para a administração financeira, pois é uma fonte de informações para a tomada de decisões no ambiente empresarial que está cada vez mais competitivo.

Deste modo, na área de finanças corporativas, a captação e composição dos recursos financeiros das empresas são considerados aspectos importantes da estrutura de capital. A relevância da teoria de estrutura de capital surgiu com o célebre trabalho desenvolvido por Modigliani e Miller (1958: 1963). Embora a constante discussão do assunto nos meios acadêmicos há cerca de 50 anos, caracteriza-se por ser controverso em Teoria de Finanças. Contudo, verificando a dessemelhança das evidências empíricas constata-se que o tema não foi completamente explorado (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Neste contexto, visto que têm sido propostas várias teorias para explicar a variação da dívida entre as empresas, sugere-se que estas devem selecionar estruturas de capital compatíveis com atributos que determinam os vários custos e benefícios associados a empréstimos e de capital (TITMAN; WESSELS, 1988).

Após os estudos seminais, outras pesquisas tiveram destaque, como o estudo realizado por Myers (1984), o qual sugere que a estrutura de capital é dividida em duas vertentes de pesquisa. A *Trade-Off* detém a ideia de equilíbrio entre os benefícios fiscais do endividamento e os custos de falência, e isso está associado à alavancagem financeira. A *Pecking Order* designa que para um desenvolvimento contínuo da empresa, esta deve apresentar uma sequência para estabelecer sua estrutura de capital (MYERS, 1984).

No entanto, a existência de certas ineficiências no mercado de ações brasileiro, tais como, a elevada concentração do controle acionário das empresas, o mercado de capitais e a forte restrição de fontes de capital de terceiros de longo prazo, impactam nas decisões de financiamento das empresas, isto é, na estrutura de capital (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Paralelo a esses aspectos, as elevadas taxas de juros tornam significativos os custos de financiamento, o que leva as empresas no Brasil a apresentarem baixos níveis de endividamento (LARA; MESQUITA, 2008).

Diante do exposto, destaca-se a seguinte questão que norteia o desenvolvimento da pesquisa: Existe influência da estrutura de capital no desempenho financeiro de empresas familiares brasileiras e portuguesas? Com o intuito de responder a questão apresentada, o objetivo deste estudo é analisar a influência da estrutura de capital no desempenho financeiro de empresas familiares brasileiras e portuguesas.

A pesquisa justifica-se conforme Correa, Basso, Nakamura (2013) e Forte, Barros e Nakamura (2013), visto que os estudos sobre a estrutura de capital das empresas são considerados dentre os mais relevantes na área de finanças corporativas e pela heterogeneidade dos resultados até então encontrados, o assunto ainda não está completamente assentado. Com isso, a estrutura de capital tem sido objeto de diversos estudos ao longo das últimas décadas e a diversidade de resultados encontrados, leva a conclusão de que este tema apresenta-se ainda complexo e sem poder de generalização (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

Em relação aos países, destaca-se a relevância que as empresas familiares apresentam para a economia do Brasil e Portugal. De acordo com Colarossi et al. (2008), as empresas familiares representam o modelo de negócio considerado dominante em todo o mundo. Deste modo, denota-se a importância das empresas familiares na economia mundial. Ibrahim e Samad (2011) ressaltam que apesar das empresas familiares apresentarem relevância na economia em diferentes países, os estudos que analisam o desempenho de mercado destas empresas são limitados. No Brasil as empresas familiares representam 90% do total de empresas (SEBRAE, 2005) e em Portugal cerca de 70% a 80% (CORREIA, 2013). Diante da importância das empresas familiares em ambos os países, torna-se relevante analisar o

desempenho de mercado na estrutura financeira destas empresas no contexto brasileiro e português.

Optou-se por analisar empresas familiares, visto que possuem características específicas que as diferenciam das demais empresas. Conforme Ward (2002) são consideradas mais complexas, pois além de lidarem com as oportunidades de negócios, precisam levar em conta as necessidades, bem como, desejos da família como um todo. Brenes, Madrigal e Requena (2011) destacam que apresentam grande preocupação em relação à continuidade do negócio, isso por dúvida em quem irá assumir o papel de empresário, ou seja, quem será o sucessor que garantirá a longevidade e segurança à empresa, como também seu desempenho.

A contribuição da pesquisa para a formação do conhecimento esta relacionada às possibilidades de comparação do desempenho de mercado na estrutura financeira de empresas familiares em diferentes contextos, visto que serão analisadas empresas do Brasil e Portugal. Deste modo, se faz necessário observar a convergência ou divergência no desempenho de mercado de países que possuem culturas, bem como, contextos econômicos diferenciados.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura de Capital

A estrutura de capital é considerada a combinação de todas as fontes de financiamento de longo prazo, dívida ou capital próprio que foram utilizadas pelas empresas. Contudo, a estrutura ótima de capital, diz respeito à combinação das fontes de financiamento de longo prazo que visam maximizar o valor das ações. Na prática, é o que a empresa busca, visto que isso lhe proporciona vantagens competitivas (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2002).

Dentre as teorias que abordam a estrutura de capital destaca-se a teoria do *Trade-Off* e *Pecking Order*. Miller (1977) ressalta que a partir da combinação entre dívidas e recursos próprios em sua estrutura de capital, é que se desenvolveu a teoria do *Trade-Off*. De acordo com essa teoria a empresa deve mensurar periodicamente os impactos do benefício fiscal e das dificuldades financeiras de modo que atinja um determinado endividamento no qual se maximize o valor da companhia perante o mercado (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

Já a teoria do *Pecking-Order*, introduzida a partir dos trabalhos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), propõe que as organizações seguem uma ordem hierárquica para se financiar, tendo em vista o controle, flexibilidade e ainda, a emissão de ações para captação de recursos financeiros e alocação de investimentos. Para Bastos e Nakamura (2009), na teoria *Pecking Order* é inexistente uma estrutura de capital com ótimo nível de endividamento na organização.

Contextualiza Nakamura et al. (2007), que empresas com alto endividamento ficam restritas à obtenção de novas dívidas caso necessitem de recursos para financiar eventuais investimentos inesperados. Ressalta Brito, Corrar e Batistella (2007) a existência de certas ineficiências no mercado brasileiro que acarretam impactos nas decisões de financiamento das empresas. Dentre elas, destacam-se o mercado de capitais restrito, a elevada concentração do controle acionário das empresas e a forte restrição de fontes de capital de terceiros de longo prazo. Em paralelo a isso, as empresas se deparam com elevadas taxas de juros, o que tornam os custos de financiamento significativos, com isso as mesmas apresentam baixos níveis de endividamento (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) desenvolveram pesquisas com o intuito de explicar a estrutura de capital. Consideram que a inter-relação da estrutura de capital e investimento de informações privadas sobre a perspectiva de futuro da empresa ou do projeto é detida apenas pelos gestores. Neste sentido, o estudo de Harris e Raviv (1988) teve como foco analisar a forma com que a estrutura de capital é constituída nas organizações. Concluíram que a constituição da estrutura de capital da empresa é definida pelo contexto organizacional, ou seja, é consequência do mercado em que estão inseridas.

Outra contribuição foi originada a partir do estudo de Zwiebel (1996), identificando que a formação da estrutura de capital é impactada a partir das diversas formas de obtenção de recursos, principalmente nos provenientes de acionistas. Contudo, o mercado acionário é quem impõe as necessidades da estrutura de capital, moldando assim as atitudes dos gestores.

Nakamura et al. (2007) em seu estudo, investigaram os fatores determinantes da estrutura de capital de 91 companhias abertas que atuam no mercado brasileiro, compreendendo o período de 1999 a 2003. Os resultados obtidos foram consistentes com as teorias de *Pecking Order* e de *Trade-Off*. Quanto ao comportamento dos tomadores de decisão das empresas brasileiras, concluíram que estes seguem a lógica de escolha de flexibilidade e controle (*Pecking Order*), contudo, utilizam dinâmica de ajuste de grau de endividamento ótimo de curto prazo (*Trade-Off*).

2.2 Indicadores de Mercado de Capitais

O surgimento do mercado de capitais contribuiu para o desenvolvimento econômico, pois este impulsiona capitais para investimentos além de permitir a estruturação de uma sociedade baseada na economia do mercado, o que permite a participação coletiva da forma ampla na riqueza e nos resultados da economia (PINHEIRO, 2012).

Segundo Pinheiro (2012, p. 174), o mercado de capitais é definido como “[...] um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para s agentes vendedores”. Os índices de valor de mercado, segundo Gitman (2010), relacionam o valor de mercado da empresa, o qual é evidenciado por meio do preço atual de suas ações, com o valor contábil. Por meio deles, os analistas do mercado obtêm informações para avaliarem o desempenho da empresa, em termos de risco e retorno. Neste contexto, Pinheiro (2012) destaca quatro principais indicadores financeiros: a) índice *Price Earning Ratio* (PER); b) índice *Price Book Value* (PBV), c) índice *Price Sales Ratio* (PSR); e d) índice *Price Cash Dividends* (PCD).

O índice *Price Earning Ratio* (PER) é muito utilizado para avaliar a forma a qual os proprietários visualizam o valor das ações e mensurar o montante que os investidores estão dispostos a pagar por unidade monetária de lucro de uma empresa (GITMAN, 2010). Para Damodaran (1997) uma das razões para seu uso é uma informação intuitivamente interessante que relaciona o preço pago aos lucros atuais e simples para calcular na maioria das ações. Pinheiro (2012, p. 490) ressalta que o “índice é o mais comum e mais completo dos índices que se empregam na análise fundamentalista”. Em uma ação, o PER indica qual o prazo, em anos, que o valor equivalente à importância desembolsada na compra das ações terá retornado, sob a forma de dividendos, ao proprietário.

De acordo com Damodaran (1997) o que atrai a atenção dos investidores é a relação entre o preço e o valor contábil. Existe uma atração maior às ações negociadas por preços inferiores ao valor contábil do patrimônio, estas são consideradas carteiras subvalorizadas, em contraste, as negociadas por preços maiores do que o valor contábil, tem sido alvo de carteiras supervalorizadas. Neste contexto o *Price Book Value* (PBV) torna-se útil na análise de investimentos, pois o valor contábil fornece uma medida estável e intuitiva de valor que pode ser comparada com o preço de mercado. Segundo Fama e French (1992) o índice *Price Book Value* (PBV), possui um papel consistente nos retornos das ações e não considera conceito de rentabilidade.

Quanto ao índice *Price Sales Ratio* (PSR), duas ressalvas são essenciais. A primeira é que ele varia muito de setor para setor e a outra se refere à margem de lucro nas vendas. Os estabelecimentos varejistas de alimento efetuam vendas altas por ação, o que causa um índice PSR baixo. Isso é considerado bom até o momento em que ficam perceptíveis que essas empresas possuem baixas margens de lucro líquido (REILLY; NORTON, 2008).

Por fim, o *Price Cash Dividends* (PCD) implica que os dividendos pagos pelas empresas em muitas ocasiões são apenas para cumprimento da formalidade, a rentabilidade por dividendo torna-se inútil para empresas em crescimento. Quanto à sua interpretação tem-se que quanto mais alta a rentabilidade por dividendos, melhor é para o acionista (PINHEIRO, 2012).

Assim, no estudo de Fama e French (1992) objetivaram avaliar quanto o PBV apresenta na rentabilidade das ações. Como resultado, detectaram que o desempenho futuro das ações está profundamente correlacionado com o PBV, conseqüentemente, com o valor da empresa. Os autores ressaltaram ainda que empresas com ações de alto PBV possuem retornos superiores à média de mercado.

Park e Lee (2003) no período de 1990 a 1999 analisaram relevância do Índice *Price Sales Ratio* (PSR) nos retornos das ações no mercado acionário japonês. Usando vários índices, tais como *Price Earnings Ratio* (PER) e *Price Book Value* (PBV) analisaram qual é o melhor em prever os preços das ações, e na identificação de carteira que geram retornos mais elevados. Quanto aos resultados, sobre a precisão da previsão dos retornos, PBV é o melhor, porém o retorno das carteiras selecionadas varia de acordo com a empresa.

Gwilym, Morgan e Thomas (2000) utilizando todas as ações listadas na Bolsa de Londres, entre 1975 e 1997, analisaram a relação entre retornos das ações, PCD e a estabilidade dos dividendos. Encontraram uma correlação inversa entre a estabilidade da política de dividendos e risco sistemático. Ambas as medidas de estabilidade têm poder explicativo sobre retornos e a estabilidade de dividendo é usada como um mecanismo de sinalização, não se limita a ações de alto rendimento.

Costa Junior e Neves (2000) a partir de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) constataram que existe influência significativa na rentabilidade das ações quando estas estão sendo influenciadas por três variáveis fundamentalistas. Os resultados apontam relação negativa entre as variáveis valor de mercado e preço lucro, e uma relação positiva entre índice valor patrimonial da ação/preço e rentabilidade.

Nagano, Merlo e Silva (2003) verificaram os impactos das variáveis fundamentalistas na explicação dos retornos das ações na Bovespa, no período de 1995 a 2000, momento em que a economia brasileira vivenciava estabilidade inflacionária. Encontraram associações significativas entre o PER e os retornos. Os retornos esperados dos ativos estariam associados somente com o risco.

Brunnermeier e Nagel (2004) analisaram a barreira exercida nos preços das ações durante a crise da tecnologia ou “bolha tecnológica” no período compreendido entre 1998 e 2000, também o comportamento dos investidores mais sofisticados durante tal período. Constatou-se o forte investimento em ações de tecnologia. Os resultados também questionaram à existência de mercados eficientes que sempre estabilizam os preços. Eles são consistentes com o índice. Por fim, apresenta-se o índice *Price Cash Dividends* (PCD).

Faria et al. (2011) a partir dos ativos que compunham o índice IBr-X no período de maio de 2002 a dezembro de 2007, examinaram a influência das variáveis beta e PER no comportamento do mercado brasileiro. Quanto à influência do beta verificaram se as premissas adotadas pelo CAPM são válidas no modelo proposto. Os resultados apontaram significância para as variáveis valor de mercado e índice Preço/Lucro. A variável valor contábil/valor de mercado apresentou maior estabilidade, demonstrando significância em todos os modelos propostos. Em relação ao CAPM, todas as variáveis analisadas apresentaram algum grau de influência nas variações *cross-section* das rentabilidades médias das ações. Na sequência, apresenta-se o índice *Price Book Value* (PBV).

Corso, Kassai e Lima (2012) Investigaram a relação entre a PCD e juros sobre o capital próprio com o retorno das ações tendo como amostra as empresas com ações negociadas na Bovespa, no período de 1995 a 2008. Os resultados indicaram a existência da

relação entre distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio com o retorno das ações, dessa forma, não se rejeitou a hipótese estudada. Verificaram que a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio apresenta relação inversa com o retorno das ações.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia da pesquisa consiste do método e das técnicas que o pesquisador utiliza para desenvolver a pesquisa. A pesquisa caracteriza-se como descritiva, visto que busca descrever e comparar o desempenho de mercado na estrutura financeira das empresas familiares brasileiras e portuguesas listadas na BM&FBovespa e Bolsa Euronext de Lisboa.

A coleta dos dados da pesquisa enquadra-se como documental. Nesta fase da pesquisa, foram observadas as empresas que possuem membros familiares na sua composição. Posteriormente, verificou-se se estes membros ocupam cargos voltados à gestão, direção e até mesmo conselho de administração, de acordo com o estudo desenvolvido por Morck e Yeung (2004) e Shyu (2011). Na sequência, observou-se nos estudos anteriores a definição de empresas familiares, seguindo ao critério de que, se os membros da família detivessem mais de 10% das ações, estas são consideradas de propriedade familiar (LA PORTA, 1999; ANDERSON; REEB, 2003; MORCK; YEUNG, 2004; SHYU, 2011). A partir dessas informações foram caracterizadas, bem como, selecionadas as empresas familiares utilizadas para o desenvolvimento deste estudo, que se referem ao Brasil e Portugal. Quanto à abordagem do problema, o estudo caracteriza-se como quantitativo, mediante análise e uso de técnicas matemáticas e estatísticas para responder à questão de pesquisa.

A população da pesquisa compreende as empresas familiares brasileiras listadas na BM&FBovespa e portuguesas listadas na Bolsa Euronext de Lisboa. As empresas dos setores “financeiros” e “outros” foram excluídas pela possível distorção nos resultados. Considerando ainda a existência de distorções devido ao expressivo conjunto de dados, foram identificados e excluídos os *outliers* individualmente para cada variável, pois se utilizou um valor padronizado de ± 3 No que tange a amostra, constitui-se de empresas que apresentaram todas as variáveis utilizadas na pesquisa, em cada ano analisado. Deste modo, a amostra da pesquisa ficou composta por 80 empresas brasileiras e 19 empresas portuguesas.

Assim, por meio da base de dados Thomson®, foram coletados os dados utilizados para a análise estatística no período que compreende 2010 a 2014, totalizando cinco anos de estudo. A escolha das variáveis procurou abranger os índices de desempenho financeiro e estrutura financeira conforme estudos anteriores e apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1- Variáveis utilizadas no estudo

Variáveis	Descrição	Equação	Autores
Indicadores Financeiros	<i>Price Earning Ratio</i> (PER)	$\frac{\text{Preço por Ação}}{\text{Lucro Líquido por Ação}}$	Costa Junior e Neves (2000); Nagano, Merlo e Silva (2003); Anderson e Brooks (2006); Faria et al. (2011); Pinheiro (2012)
	<i>Price Book Value</i> (PBV)	$\frac{\text{Preço por Ação}}{\text{Valor Patrimonial Ajustado}}$	Fama e French (1992)
	<i>Price Sales Ratio</i> (PSR)	$\frac{\text{Preço por Ação}}{\text{Fluxo de Caixa Líquido}}$	Park e Lee (2003) Brunnermeier e Nagel (2004)
	<i>Price Cash Dividends</i> (PCD)	$\frac{\text{Dividendo por ação}}{\text{Preço por Ação}}$	Corso, Kassai e Lima (2012) Gwilym, Morgan e Thomas (2000)
Estrutura Financeira	Liquidez Seca (LS)	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoque}}{\text{Passivo Circulante}}$	Campos e Nakamura (2013); Carvalho e Neto (2011)
	Liquidez Corrente (LC)	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Silva (2013)

	Rentabilidade	$\frac{\text{Lucro Ebtida}}{\text{Ativo Total}}$	Bastos e Nakamura (2009)
	Tangibilidade	$\frac{\text{Ativo Imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$	Bastos e Nakamura (2009); Bastos, Nakamura e Basso (2009);
	Crescimento	$\frac{\text{Ativo Totalt} - \text{Ativo Totalt} - 1}{\text{Ativo Totalt} - 1}$	Titman e Wessels (1988)
	Tamanho	Ln (Ativo Total)	Titman e Wessels (1988); Brito, Corrar e Bastitella (2007)

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

Posterior à coleta, os dados foram tabulados em planilhas eletrônicas e analisados utilizando-se da estatística descritiva (média, mínimo, máximo e desvio padrão). Após isso, foi utilizado o método de correlação canônica como procedimentos de análise dos dados, pois segundo Hair Jr. et al. (2005) objetiva a correlação de múltiplas variáveis simultaneamente, o que corrobora com o objetivo deste estudo. Para os autores, essa correlação evidencia o grau de associação existente entre dois conjuntos de variáveis, que nesse estudo são índices de desempenho financeiro e índices de estrutura de capital.

A análise dos dados foi realizada pelo *software* estatístico *Statgraphics®*, versão 5.1. Neste estudo, os conjuntos de variáveis analisados são: (i) os quatro indicadores de mercado, e (ii) seis índices de estrutura financeira das 80 empresas brasileiras e 19 empresas portuguesas, as quais compreendem a amostra da pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este tópico é composto pelas descrições dos principais achados do estudo. Na Tabela 1 apresenta-se a estatística descritiva dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital relacionados às empresas brasileiras analisadas.

Tabela 1 - Estatística descritiva dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital das empresas familiares brasileiras.

Índices	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
PER	395	-5,35	14,46	0,3134	1,19601
PBV	395	-8,47	22,24	2,0904	2,68844
PSR	395	0,02	22,56	1,2258	1,79829
PCD	395	0,00	99,10	12,4156	14,75155
LS	395	0,06	11,32	1,5556	1,24467
LC	395	0,12	13,00	1,9693	1,39662
RENT	395	-0,46	0,44	0,1128	0,08569
TANG	395	-0,40	0,90	0,2785	0,20410
CRESC	395	-0,81	2,37	0,0726	0,29841
TAM	395	2,87	10,56	6,9463	1,71377

Legenda: PER - *Price Earning Ratio*; PBV - *Price Book Value*; PSR - *Price Sales Ratio*; PCD - *Price Cash Dividends*; LS - *Liquidez Seca*; LC - *Liquidez Corrente*; RENT - *Rentabilidade*; TANG - *Tangibilidade*; CRESC - *Crescimento*; TAM - *Tamanho*.

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

De acordo com os dados apresentados na Tabela 1, nota-se que o índice *Price Cash Dividends* (PCD) apresentou a maior média, com 12,41, dentre os indicadores de desempenho financeiro e o Tamanho (TAM) com 6,9463 entre os indicadores de estrutura de capital. Quanto aos indicadores de desempenho financeiro, o índice *Price Book Value* (PBV) apresentou um mínimo de -8,47 e um máximo de 22,24. O índice *Price Sales Ratio* (PSR) apresentou um mínimo de 0,02 e um máximo de 22,56. O índice *Price Earning Ratio* (PER) apresentou um mínimo de -5,35 e um máximo de 14,46, e foi o que apresentou menor desvio

padrão com 1,196. Resultados, estes, indicam que as empresas brasileiras apresentam uma dissimilaridade quanto aos indicadores de mercado, visto que o desvio padrão foi maior que a média. Quanto aos indicadores de estrutura de capital, o índice Liquidez Seca (LS) apresentou um mínimo de 0,06 e um máximo de 11,32. O índice Liquidez Corrente (LC) apresentou um mínimo de 0,12 e um máximo de 13,00. Por fim o índice Rentabilidade (RENT) apresentou um mínimo de -0,46 e um máximo de 0,44 e foi o que apresentou menor desvio padrão com 0,08569.

No que tange os indicadores de estrutura de capital, os resultados indicaram que as empresas brasileiras possuem uma similaridade com a LS, LC, RENT, TANG e TAM, pois estes índices apresentaram um desvio-padrão que foi menor ou próximo da média em todos os anos analisados. Ressalta-se que em todos os anos, ocorreu das empresas terem prejuízo, uma vez que a rentabilidade foi negativa. Destaca-se em relação ao *Price Cash Dividends* (PCD) que representa a rentabilidade relativa dos dividendos pagos aos acionistas (DAMODARAN, 1997), pois no período analisado não ocorreu o pagamento de dividendos aos acionistas, ocasionando assim um PCD nulo.

A seguir apresenta-se na Tabela 2 a estatística descritiva dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital referente às empresas de Portugal.

Tabela 2 - Estatística descritiva dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital das empresas familiares portuguesas.

Índices	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
PER	95	-21,50	18,67	0,2206	3,46979
PBV	95	-5,17	9,88	1,5863	2,09643
PSR	95	0,03	6,48	0,7904	1,24840
PCD	95	0,33	63,37	12,6932	7,36533
LS	95	0,02	7,53	0,8557	0,92502
LC	95	0,02	7,54	1,1818	0,96484
RENT	95	-0,06	0,16	0,0760	0,05061
TANG	95	0,00	0,62	0,2754	0,14857
CRESC	95	-0,72	0,44	-0,0371	0,15814
TAM	95	4,03	9,96	7,3466	1,53656

Legenda: PER - *Price Earning Ratio*; PBV - *Price Book Value*; PSR - *Price Sales Ratio*; PCD - *Price Cash Dividends*; LS - Liquidez Seca; LC - Liquidez Corrente; RENT - Rentabilidade; TANG - Tangibilidade; CRESC - Crescimento; TAM - Tamanho.

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

O índice *Price Cash Dividends* (PCD) apresentou a maior média, com 12,69, dentre os indicadores de desempenho financeiro e o Tamanho (TAM) com 7,35 entre os indicadores de estrutura de capital. Quanto aos indicadores de desempenho financeiro, o índice *Price Earning Ratio* (PER) apresentou um mínimo de -21,50 e um máximo de 18,67. O índice *Price Book Value* (PBV) apresentou um mínimo de -5,17 e um máximo de 9,88. O índice *Price Cash Dividends* (PCD) apresentou um mínimo de 0,33 e um máximo de 63,37. O último índice, *Price Sales Ratio* (PSR) apresentou um mínimo de 0,03 e um máximo de 6,48, e o mesmo apresentou menor desvio padrão com 1,25. Estes resultados indicam que as empresas portuguesas apresentam um cenário de dissimilaridade em relação aos indicadores de mercado, pois o desvio padrão foi maior que a média para os indicadores PER, PBV e PSR, exceto o PCD que apresentou valor menor que a média.

A Tabela 2 contém ainda a estatística descritiva dos indicadores de estrutura de capital de Portugal, o índice Liquidez Seca (LS) apresentou um mínimo de 0,02 e um máximo de 7,53. O índice Liquidez Corrente (LC) apresentou um mínimo de 0,02 e um máximo de 7,54. O índice Tangibilidade (TANG) apresentou um mínimo de 0,00 e um máximo de 0,62. O índice Crescimento (CRESC) apresentou um mínimo de -0,72 e um máximo de 0,44. O índice Tamanho (TAM) apresentou um mínimo de 4,03 e um máximo de 9,96. Por fim o índice

Rentabilidade (RENT) apresentou um mínimo de -0,06 e um máximo de 0,16 e foi o que apresentou menor desvio padrão com 0,05061. Esses resultados apontam que as empresas portuguesas possuem uma similaridade com a LC, RENT, TANG e TAM, pois estes índices apresentaram um desvio-padrão que foi menor ou próximo da média em todos os anos analisados. Ressalta-se que em todos os anos, as empresas portuguesas apresentaram prejuízos, visto que a Rentabilidade (RENT) foi negativa, conforme evidenciado no também no Brasil. Nota-se ainda que a tangibilidade das empresas portuguesas não influencia na estrutura de capital, visto que apresentou valor nulo, isto é, 0,00.

Os resultados evidenciados por meio da aplicação do método da correlação canônica são demonstrados na Tabela 3. Esta contém o conjunto de variáveis dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital das empresas brasileiras.

Tabela 3 - Resultados da correlação canônica das empresas familiares brasileiras.

Número	Eigenvalue	Correlação Canônica	Lambda Wilks	Qui Quadrado	G. Lib.	P-Value
1	0,31652	0,562601	0,575433	214,698	24	0,0000*
2	0,105382	0,324626	0,841916	66,8512	15	0,0000
3	0,0378632	0,194585	0,94109	23,5884	8	0,0027
4	0,0218752	0,147903	0,978125	8,59284	3	0,0352

* Significante no nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

Constata-se a partir da Tabela 3, que a correlação existente na primeira combinação linear entre o conjunto de variáveis analisadas foi de 0,5626 (56,26%) e um P-Value significativa a nível de 5%, visto que foi de 0,00. Resultado este que condiz com as condições de significância para uma correlação canônica. De acordo com Hair Jr. et al. (2005) o mínimo para uma interpretação aceitável é 0,05 tornando-se aceito para tais correlações estatísticas. Como todos os valores do P-Value são menores que 0,05 os dois conjuntos de variáveis apresentaram uma correlação estatisticamente significativa ao nível de confiança de 95%. Dessa forma, de acordo com Hair Jr. et al. (2005) representa uma força de associação moderada, pois ficou acima de +0,41.

Em seguida, a Tabela 4 dispõe dos coeficientes calculados para o conjunto de variáveis dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital das empresas brasileiras.

Tabela 4 - Coeficientes para as variáveis canônicas das empresas familiares brasileiras.

Grupo	Variável	Combinações Lineares			
		1	2	3	4
Estrutura Financeira	LS	-0,929116	-2,53088	-2,77691	-0,355663
	LC	1,0218	2,87661	1,99133	0,644215
	RENT	-0,645735	0,472	-0,0524435	-0,456272
	TANG	0,318968	-0,292604	-0,377267	-0,11992
	CRESC	-0,241589	0,03571	0,0351835	0,894631
	TAM	-0,459234	-0,344069	0,0775328	0,0210705
Indicadores de Mercado	PER	0,3182	0,680324	-0,628893	-0,228401
	PBV	-0,68069	0,470953	0,326715	-0,591263
	PSR	-0,475599	-0,40934	-0,876146	0,147842
	PCD	0,0147842	0,457291	0,309289	0,937505

Legenda: PER - Price Earning Ratio; PBV - Price Book Value; PSR - Price Sales Ratio; PCD - Price Cash Dividends; LS - Liquidez Seca; LC - Liquidez Corrente; RENT - Rentabilidade; TANG - Tangibilidade; CRESC - Crescimento; TAM - Tamanho.

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

Constam na Tabela 4, as equações geradas pelos coeficientes, que conseqüentemente geram as variáveis canônicas. Neste estudo foram analisados os coeficientes presentes na

primeira coluna, visto que apresentou uma combinação linear mais significativa dentre as quatro calculadas, ou seja, dentre os indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital que foram significantes no nível de 5%, com uma correlação canônica R1 de 56,26%.

Contata-se que os coeficientes referentes ao primeiro par canônico asseguram uma tendência de que o maior índice de Liquidez Corrente (1,0218), e menor índice de Liquidez Seca (-0,929116), influenciam para um menor índice do *Price Book Value* (-0,68069) e elevam o índice de cobertura do *Price Earning Ratio* (0,3182). Tal fato pode ocorrer pela opção de a empresa manter estoque mais ou menos elevado, o que faz com que haja impacto e oscilação de tais índices.

Deste modo, este resultado evidencia que nas empresas brasileiras, quando há relação do ativo circulante e o passivo circulante (LC) e menor capacidade de pagamento empresarial desconsiderando os estoques (LS), ocorre baixo PBV e maior PER (GITMAN, 2010). A queda do PBV pode significar que o valor das ações das empresas fica mais barato em relação aos valores de liquidação de seus ativos, isto é, as ações ficam desvalorizadas. Já o maior PER nessa situação, significa que os investidores estão dispostos a pagar por unidade monetária do lucro, evidenciando assim, o futuro desempenho da empresa. O aumento da Liquidez Corrente (LC) reduz o *Price Sales Ratio* (PSR) e segundo Reilly e Norton (2008) isso é considerado bom para as empresas, porém somente até o momento em que ficam perceptíveis que essas empresas possuem baixas margens de lucro líquido.

Contudo, a partir do primeiro conjunto de variáveis dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital, torna-se possível formular a seguinte equação da combinação linear:

$$U_1 = -0,929116\mathbf{LS} + 1,0218\mathbf{LC} - 0,645735\mathbf{RENT} + 0,318968\mathbf{TANG} - 0,241589\mathbf{CRESC} - 0,459234\mathbf{TAM} \quad (3)$$

A combinação linear do segundo conjunto de variáveis dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital é representada por:

$$V_1 = 0,3182\mathbf{PER} - 0,68069\mathbf{PBV} - 0,475599\mathbf{PSR} + 0,0147842\mathbf{PCD} \quad (4)$$

Ambas as equações demonstram o primeiro par de vetores das variáveis canônicas. Para o estudo, portanto, utilizou-se apenas o par de vetores formado a partir da primeira combinação linear, pois o mesmo apresentou maior correlação canônica. A partir dos resultados encontrados para as empresas familiares brasileiras listadas na BM&FBovespa, pode-se inferir que há uma influência da Estrutura de Capital no desempenho financeiro dessas empresas, visto que índices de estrutura de capital auxiliam em maior desempenho financeiro, pois as empresas que possuem uma Liquidez Corrente (LC) favorável atraem mais investidores para as empresas, conforme os resultados supracitados.

Na tabela 5 constam os resultados da correlação canônica referente ao conjunto de variáveis dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital das empresas portuguesas.

Tabela 5 - Resultados da correlação canônica das empresas familiares portuguesas.

Número	Eigenvalue	Correlação Canônica	Lambda Wilks	Qui Quadrado	G. Lib.	P-Value
1	0,508395	0,713018	0,36942	88,1302	24	0,0000*
2	0,223427	0,472681	0,751456	25,2882	15	0,0462
3	0,0213465	0,146104	0,967658	2,90961	8	0,9399
4	0,0112358	0,105999	0,988764	0,999996	3	0,8013

* Significante no nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

A partir dos dados apresentados na Tabela 5, pode-se inferir que os resultados da correlação canônica das empresas portuguesas foram melhores do que o caso das empresas brasileiras, visto que a correlação existente na primeira combinação linear entre o conjunto de variáveis analisadas foi de 0,713018 (71,30%), num nível descritivo de 0,0000 sendo este menor que 5%. Conforme Hair Jr. et al. (2005) o mínimo aceitável para correlações estatísticas é 0,05. Assim, de acordo com Hair Jr. et al. (2005) representa uma força de associação alta, pois ficou entre +0,71 a + 0,90.

A seguir na Tabela 6, apresentam-se os resultados dos coeficientes calculados para o conjunto de variáveis dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital das empresas portuguesas. Como para as empresas brasileiras, foram analisados apenas os coeficientes presentes na primeira coluna, pois essa combinação linear oferece a correlação mais significativa dentre as quatro calculadas, ou seja, no nível de 5%, com uma correlação canônica R1 de 71,30%.

Tabela 4 - Coeficientes para as variáveis canônicas das empresas familiares portuguesas.

Grupo	Variável	Combinações Lineares			
		1	2	3	4
Estrutura Financeira	LS	-0,582427	-1,48775	-0,496777	1,13501
	LC	-0,136589	0,864243	0,0145826	-1,32313
	RENT	0,600953	-0,429904	-0,320574	-0,463393
	TANG	0,0597333	-0,504482	-0,609084	0,856608
	CRESC	-0,0961513	0,0995387	-0,609049	-0,425012
	TAM	0,0289277	-0,11487	1,11653	-0,382019
Indicadores de Mercado	PER	-0,0185172	-0,0758247	-0,85864	-0,512896
	PBV	0,533306	-0,680011	-0,275414	0,430813
	PSR	-0,569317	-0,781881	0,252798	-0,401347
	PCD	-0,421503	0,275333	-0,494728	0,815004

Legenda: PER - *Price Earning Ratio*; PBV - *Price Book Value*; PSR - *Price Sales Ratio*; PCD - *Price Cash Dividends*; LS - *Liquidez Seca*; LC - *Liquidez Corrente*; RENT - *Rentabilidade*; TANG - *Tangibilidade*; CRESC - *Crescimento*; TAM - *Tamanho*.

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

Conforme os resultados evidenciados na Tabela 5, pode-se observar a partir do primeiro par canônico, que os coeficientes asseguram uma tendência de que o maior índice Rentabilidade (0,600953), e menor índice de Liquidez Seca (-0,582427), influenciam o menor índice do *Price Sales Ratio* (-0,569317) e maior índice de cobertura do *Price Book Value* (0,533306).

Temos que quanto menor a Liquidez Seca (LS) e Liquidez Corrente (LC) de uma ação, maior será o retorno proporcionado por ela, ou seja, maior será o *Price Book Value* (PBV). Para Nagano (2003) Essa relação negativa, entre liquidez e os retornos das ações, explica o fato de que, os investidores preferem aplicar seu capital em ativos com taxas mais altas de liquidez, em razão de estes serem mais rapidamente negociados e por um custo menor, os ativos com taxas de liquidez menores oferecem maiores retornos o que atraem os investidores.

Este resultado demonstra que a Rentabilidade (RENT) das empresas familiares portuguesas é responsável pela valorização destas, visto que quando há maior rentabilidade, as ações ficam mais valorizadas, atraindo dessa forma mais acionistas, pois ao injetarem dinheiro nas empresas, almejam ótimos retornos sobre seus investimentos. Diferente das empresas familiares brasileiras, visto que a Liquidez Corrente (LC) auxilia para o aumento do desempenho de mercado (PER). Neste sentido Costa Junior e Neves (2000) encontraram relação negativa ente as variáveis valor de mercado e preço lucro, e uma relação positiva entre índice valor patrimonial da ação/preço e rentabilidade.

A partir desse primeiro conjunto de variáveis dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital, estrutura-se a equação da combinação linear:

$$U_1 = -0,582427\text{LS} - 0,136589\text{LC} + 0,600953\text{RENT} + 0,0597333\text{TANG} - 0,0961513\text{CRESC} + 0,0289277\text{TAM} \quad (5)$$

Também é estruturada a combinação linear do segundo conjunto de variáveis dos indicadores de desempenho financeiro e de estrutura de capital:

$$V_1 = -0,0185172\text{PER} + 0,533306\text{PBV} - 0,569317\text{PSR} - 0,421503\text{PCD} \quad (6)$$

Nota-se a partir dos resultados evidenciados para as empresas familiares portuguesas que a variável de estrutura de capital (rentabilidade) influencia no desempenho de mercado, a partir da valorização das ações, indo a encontro com os resultados de Zwiebel (1996) em que o mercado acionário é quem impõe as necessidades da estrutura de capital, moldando assim as atitudes dos gestores. Deste modo, constata-se também que há influência da estrutura de capital sobre o desempenho de mercado, assim como, nas empresas brasileiras, porém, com índices diferentes que postulam esta influência. Para melhor compreensão dos resultados apresentados referente a estrutura de capital e desempenho financeiro das empresas familiares brasileiras e portuguesas, na Tabela 7, apresenta-se um resumo.

Tabela 7 - Coeficientes para as variáveis canônicas das empresas familiares brasileiras e portuguesas.

Grupo	Variável	Combinações Lineares	
		Brasil	Portugal
Estrutura Financeira	LS	-0,929116	-0,582427
	LC	1,0218	-0,136589
	RENT	-0,645735	0,600953
	TANG	0,318968	0,0597333
	CRESC	-0,241589	-0,0961513
	TAM	-0,459234	0,0289277
Indicadores de Mercado	PER	0,3182	-0,0185172
	PBV	-0,68069	0,533306
	PSR	-0,475599	-0,569317
	PCD	0,0147842	-0,421503

Legenda: PER - *Price Earning Ratio*; PBV - *Price Book Value*; PSR - *Price Sales Ratio*; PCD - *Price Cash Dividends*; LS - *Liquidez Seca*; LC - *Liquidez Corrente*; RENT - *Rentabilidade*; TANG - *Tangibilidade*; CRESC - *Crescimento*; TAM - *Tamanho*.

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

De acordo com os resultados evidenciados na Tabela 7, nota-se que nas empresas familiares brasileiras e portuguesas com maior índice de *Liquidez Corrente* (LC) influenciam um maior índice *Price Earning Ratio* (PER), ou seja, as ações de ambos os países ficam mais valorizadas. Porém as empresas brasileiras evidenciaram que quanto menor o índice de *Liquidez Seca* (LC) maior o índice *Price Book Value* (PBV) o que gera resultado contraditório comparando às empresas portuguesas.

Pode-se mencionar que dentre as evidencias encontradas neste estudo algumas corroboram com estudos correlatos, como de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), Zwiebel (1996), Gwilym, Morgan e Thomas (2000), Costa Junior e Neves (2000), Brunnermeier e Nagel (2004), Faria et al. (2011), Corso, Kassai e Lima (2012). Também evidenciou disparidades entre Brasil e Portugal, que apesar de estarem em um mesmo contexto, no que tange empresas familiares, apresentaram relações inversas para algumas variáveis com possibilidade de comparação. Vale ressaltar a existência de diferença em relação à escolha da

estrutura de capital de ambos os países para alcançar do desempenho financeiro desejado onde cada organização adequa sua estrutura ao contexto que está inserida.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente estudo foi identificar a influência da estrutura de capital no desempenho financeiro das empresas familiares do Brasil e Portugal. Os resultados apontam que *Price Book Value* (PER) das empresas brasileiras é fortemente influenciado pela Liquidez Corrente (LC), já nas empresas portuguesas este índice mais influenciado pela Liquidez Seca (LS), ou seja, isso indica que há disparidade entre os dois países quanto à capacidade de pagamento empresarial desconsiderando ou não o uso dos estoques.

Os resultados indicam relações inversas para algumas variáveis com possibilidade de comparação. Nas empresas brasileiras o menor índice de Liquidez Seca (LS) e a Rentabilidade (RENT) influenciam no maior *Price Earning Ratio* (PER), menor *Price Book Value* (PBV), menor *Price Sales Ratio* (PSR) e maior *Price Cash Dividends* (PCD). Contudo obtêm-se os mesmos retornos aos índices de desempenho de mercado quando utilizado maior índice de Liquidez Corrente (LC). Por outro lado, nas empresas portuguesas tem-se que menor índice de Liquidez Seca (LS) e Liquidez Corrente (LC) influenciam no menor *Price Earning Ratio* (PER), maior *Price Book Value* (PBV), menor *Price Sales Ratio* (PSR) e menor *Price Cash Dividends* (PCD), obtendo-se resultados contrários quanto ao maior índice de Rentabilidade (RENT).

Conclui-se que em relação à influência da estrutura de capital no desempenho financeiro das empresas familiares do Brasil e Portugal, puderam ser observadas relações comparáveis entre ambos os países. Os resultados indicam relações inversas para algumas variáveis com possibilidade de comparação.

Uma análise relevante é que os países possuem uma diferença em relação à escolha da sua estrutura de capital para alcançar do desempenho financeiro almejado. Contraditório a Modigliani e Miller (1958) que reforça a ideia de uma estrutura de capital ótima, este estudo demonstra a inexistência de estrutura de capital ótima, onde cada organização adequa sua estrutura ao contexto que está inserida.

Por fim, cabe ressaltar que o assunto deste estudo é escasso na literatura, e tal fato sugere a necessidade de futuros estudos, proporcionando melhor embasamento quanto às relações entre a influência da estrutura de capital no desempenho financeiro das empresas, por se tratar de ambientes com elevado grau de incerteza. Para tal efetividade a população dos estudos pode ser reduzida ou expandida, de tal forma que se consiga obter resultados satisfatórios. Como proposta de futuras pesquisas, ainda, sugere-se análise dos dados em outros modelos para obter, talvez, resultados não perceptíveis neste estudo.

REFERÊNCIAS

- ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Propriedade fundação familiar, diversificação corporativa, e alavancagem da empresa. **Journal of Law & Economics**, v. 46, n. 2, p. 653-684, 2003.
- 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.
- BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Determinants of capital structure of publicly-traded companies in latin america: an empirical study considering macroeconomic and institutional factors. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.
- BRENES, E. R.; MADRIGAL, K.; REQUENA, B. Corporate governance and family business performance. **Journal of Business Research**, v. 64, n. 3, p. 280-285, 2011.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.

BRUNNERMEIER, M. K.; NAGEL, S. Hedge funds and the technology bubble. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 5, p. 2013-2040, 2004.

CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Revista de Gestão**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

CAMPOS, A.; NAKAMURA, W. T. Folga Financeira Avaliada como Endividamento Relativo e Estrutura de Capital. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-19, 2013.

COLAROSSO, F.; GIORGINO, M.; STERI, R.; VIVIANI, D. A corporate governance study on Italian family firms. **Corporate Ownership & Control**, v. 5, n. 4, p. 93-103, 2008.

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias *Pecking Order* e *Trade-Off*, usando Panel Data. **RAM, Revista Adm. Mackenzie**, v. 14, n. 4, 2013.

CORREIA, S. I. F. **Determinantes do desempenho econômico das empresas familiares portuguesas: será a inovação relevante?** Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia da Universidade do Porto - FEP Economia e Gestão, 2013.

CORSO, R. M.; KASSAI, J. R.; LIMA, G. A. F. S. Distribuição de Dividendos e de Juros Sobre o Capital Próprio Versus Retorno das Ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 6, n. 2, p. 154-169, 2012.

COSTA JUNIOR, N. C. A. da; NEVES, M. B. E. das. Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações. **Revista Brasileira de Economia**, v. 54, n. 1, p. 123-137, 2000.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

CARVALHO, F. L. DE.; NETO, S. B. Indicadores de avaliação de desempenho econômico em cooperativas agropecuárias: um estudo em cooperativas paulistas. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 10, n. 3, 2011.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The cross-section of expected stock returns. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 427-465, 1992.

FARIA, L. E. C. T. de; NESS JUNIOR, W. L.; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Análise da utilização de um modelo de quatro fatores como ferramenta auxiliar para gestão de carteiras baseadas no IBrX. **Brazilian Business Review**, v. 8, n. 4, p. 70-93, 2011.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson, 2010.

GWILYM, O.; MORGAN, G.; THOMAS, S. Dividend stability, dividend yield and stock returns: UK evidence. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 27, n. 3/4, p. 261-281, 2000.

HAIR JUNIOR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; & BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 5 ed. Porto Alegre. Bookman, 2005.

HARRIS, M; RAVIV, A. **Corporate Control Contests and Capital Structure**. Journal of Financial Economics, v. 20, p. 55-86, 1988.

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

LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. Propriedade corporativa ao redor do mundo. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEMES JR. A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. Z. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

MARTIN-REYNA, J. M. S.; DURAN-ENCALADA, J. A. The relationship among family business, corporate governance and firm performance: evidence from Mexican stock exchange. **Journal of Family Business Strategy**, v. 3, n. 2, p. 106-117, 2012.

MILLER, M. H. Debt and Taxes. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **Corporate income taxes and the cost of capital: correction**. *The American Economic Review*, v. 70, n. 3, p. 433-443, 1963.

MORCK, R.; YEUNG, B. Special Issues Relating to Corporate Governance and Family Control. World Bank Policy Research Working Paper, n. 3406, 2004.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NAGANO, M. S.; MERLO, E. M.; SILVA, M. C. da. As variáveis fundamentalistas e seus impactos na taxa de retorno de ações no Brasil. **Revista FAE**, v. 6, n. 2, p. 13-28, 2003.

NAKAMURA, W. T.; MARIN, D. M. L.; FORTE, D.; FILHO, A. F. de C.; COSTA, A. C. F. da; AMARAL, A. C. do. Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro - Análise da Regressão com Painel de Dados no Período de 1999-2003. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.

PARK, Y. S.; LEE, J. An empirical study on the relevance of applying relative valuation models to investment strategies in the Japanese stock market. **Japan and the World Economy**, v. 15, n. 3, p. 331-339, 2003.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: Fundamentos e técnicas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

REILLY, F. K.; NORTON, E. A. **Investimentos**. 8 ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1989.

SEBRAE – Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas de Santa Catarina. **No Brasil, 90% das empresas são familiares**. 2005. Disponível em: < <http://www.sebrae-sc.com.br/newart/default.asp?materia=10410>>. Acesso em: 20 Abr. 2015.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. C. Testing static tradeoff against Pecking Order models of capital structure. **Journal of financial economics**, v. 51, n. 2, p. 219-244, 1999.

SHYU, J. Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 7, n. 4, p. 397-411, 2011.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

WARD, J. L. The role of the board in family business strategy. **Family Business Know-How**, v. 4, p. 1-3, 2002.

ZWIEBEL, J. **Dynamic Capital structure under managerial entrenchement**. *The American Economic Review*, v. 86, n. 5, p. 1197-1231, 1996.