

EFEITO DAS ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS ALINHADO À POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS DE PROPRIEDADE FAMILIAR E NÃO FAMILIAR BRASILEIRAS

Tânia Cristina Chiarello¹
Tarcísio Pedro da Silva²
Wilson Toshiro Nakamura³

Resumo: Este estudo objetiva identificar o efeito das estratégias financeiras alinhado à política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras. A amostra para os seis anos analisados de 2007 a 2012 compreendeu 87 empresas listadas na BM&FBovespa. Desta amostra 45 empresas são de propriedade familiar e 42 empresas não possuem característica familiar. A pesquisa classifica-se como descritiva, documental e de caráter quantitativo. Os resultados apontam que somente a rentabilidade é positivamente significativa, obtendo poder explicativo para o pagamento dos dividendos (payout) das empresas analisadas. Os achados demonstram que as empresas não familiares realizam mais distribuição dos dividendos do que as empresas familiares, resultados estes, que corroboram pesquisas anteriores realizadas. Conclui-se, assim, que as empresas familiares utilizam estratégias financeiras diferentes das empresas não familiares, sendo que essas últimas distribuem mais dividendos quando comparadas com empresas familiares. O grupo de empresas não familiares esperam retornos em menor tempo, já as empresas de propriedade familiar estão voltadas a retornos futuros de longo prazo, retendo mais lucros para a entidade, esperando com isso que a propriedade continue em poder da família. Com isso, o estudo contribui demonstrando as estratégias que são utilizadas pelas empresas, sejam familiares ou não familiares.

Palavras-chave: Política de dividendos; Estratégias de financiamento; Empresas Familiares.

¹ E-mail: tcchiarello@gmail.com - Universidade Regional de Blumenau - FURB

² E-mail: tarcisio@furb.br - Universidade Regional de Blumenau - FURB

³ E-mail: wtnakamura@uol.com.br - Universidade Presbiteriana Mackenzie

- DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2014070306>
- Artigo recebido em 22/09/2014 e aprovado em 22/12/2014
- Artigo apresentado no VIII Congresso ANPCONT 2014

EFFECT OF FINANCIAL STRATEGIES ALIGNED TO DIVIDEND POLICY OF FAMILY-OWNED AND NON-FAMILY OWNED BRAZILIAN PUBLIC COMPANIES

Abstract: This study aims to identify the effect of financial strategies aligned dividend policy of family-owned companies and unfamiliar Brazilian. The sample for the six years analyzed from 2007 to 2012 comprised 87 companies listed on the BM&FBovespa. Of these 45 companies are family owned and 42 companies have no family trait. The research is classified as descriptive, document and quantitative character. The results show that only profitability is positively significant, obtaining explanatory power for the payment of dividends (payout) of the analyzed companies. The findings show that family businesses do not achieve more distribution of dividends of those family businesses, these results, which confirm prior research. It follows, therefore, that family businesses use different financial strategies of non-family businesses, with the latter distribute more dividends compared to family businesses. The group of unfamiliar companies expect returns in less time, since the family-owned companies are focused on long-term future returns, retaining more profits for the entity, hoping thereby that the property remain in the family power. With that, the study contributes demonstrating the strategies that are used by companies, are familiar or unfamiliar.

Keywords: Dividend Policy; Financing strategies; Family Business.

1. INTRODUÇÃO

A política de dividendos é caracterizada como uma das decisões financeiras cruciais na entidade, uma vez que, sua relação está diretamente relacionada com a política de financiamento e investimento da empresa, pois a decisão sobre a distribuição de dividendos impacta sob variados aspectos econômicos e financeiros na organização (SALSA, 2010).

Uma política de dividendos refere-se à implementação de uma decisão da gestão da empresa associada a parcela de lucro que poderá ser distribuída aos acionistas, após a parte a ser retida pela companhia. Esse tipo de decisão possui impacto direto nas perspectivas estratégicas relacionadas ao financiamento da organização (FONTELES, et al., 2012).

A distribuição de dividendos, segundo Rozeff (1982), pode ter um papel semelhante ao de outras ferramentas de controle da atividade dos gestores. Os fatores utilizados para esclarecer a escolha da política de dividendos (*payouts*) das organizações são (1) o número de acionistas, visto que quanto maior a dissipação das ações, mais elevados tende a serem os custos de agência, (2) risco da empresa, (3) o crescimento da organização, pois tem relação direta com as necessidades de financiamento, com menores montantes de dividendos distribuídos, reduzindo as necessidades de financiamento externo, (4) a percentagem de capital da entidade detida por *insiders*, visto que o montante dos dividendos está negativamente relacionado com esta percentagem.

As empresas procuram definir suas políticas de dividendos, avaliando as preferências dos acionistas, e estes buscam empresas que venham a satisfazer seus desejos. Para Procianny e Poli (1993), os investidores que desejam receber elevados valores oriundos de dividendos irão procurar as empresas que atendam suas vontades.

Na concepção de Shyu (2011), as empresas familiares expressam os objetivos que vão aos interesses da família, desde a sobrevivência desta à maximização do valor no longo prazo da entidade. Frente aos interesses familiares, o desempenho da empresa passa também a ser objetivo incessante da família. Assim, as pesquisas realizadas por Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) e Shyu (2011) apresentam em seus resultados um desempenho financeiro superior para as empresas familiares quando comparadas as não familiares.

Wei et al. (2011), após investigar o impacto do controle familiar, ambiente institucional e a interação sobre a política de dividendos das empresas, verificaram que as empresas familiares possuem como política o baixo pagamento de dividendos aos seus acionistas.

Shyu (2011) afirma que a sobrevivência da empresa é a principal preocupação da família de modo que os membros da família buscam a maximização do valor da empresa em seu longo prazo. Destaca-se ainda que, esta característica pode contribuir também com a redução dos custos de agência de forma mais eficaz que nas empresas não familiares.

Sendo assim, o objetivo desta pesquisa é identificar o efeito das estratégias financeiras alinhado a política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras.

Para Silva e Majluf (2008), o Brasil é um país em crescimento no que tange à relevância das empresas familiares, visto que este perfil de empresa possui elevada participação do mercado de capitais de países emergentes, apresentando superioridade aos países desenvolvidos. A investigação em empresas familiares, segundo Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012), é relativamente pouco desenvolvida, entretanto vem crescendo nos últimos anos. Sendo assim, identifica-se a lacuna de pesquisa, buscando a investigação do tema de política de dividendos no ambiente de empresas familiares e não familiares.

Em um mercado caracterizado por assimetria de informação, segundo Salsa (2010), a política de dividendos é utilizada pelos gestores para transmitir a informação adicional que só eles possuem. Essa informação, chamada de sinalizadora, incentiva a política para a distribuição de dividendos, repassando ao mercado confiança que os gestores têm favorecendo a empresa.

É de tamanha importância investigar a distribuição de dividendos em empresas brasileiras, especialmente as empresas inseridas no contexto familiar, uma vez que os estudos apontam que elas adotam políticas de dividendos com baixos pagamentos. Desta forma justifica-se a realização desta pesquisa a fim de identificar o efeito da política de dividendos e as estratégias adotadas pelas empresas de propriedade familiar e não familiar.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Política de dividendos e estratégias financeiras

No Brasil, a empresa pode determinar em seu estatuto o percentual do montante a distribuir, porém, conforme Lei nº 6.404/1976 que estabelece o mínimo de 25% do lucro líquido ajustado, após a destinação das reservas legais e contingências. Caso o estatuto seja omissivo nessa informação a empresa deve distribuir o montante de 50% do seu lucro líquido ajustado, lucro este após a destinação das reservas legais e contingências. No que tange ao recebimento, os detentores do direito aos dividendos cumulativos, quando não receberem montante no exercício atual, devido a empresa não apresentar recursos, esses deverão ser pagos no exercício que houver lucro suficiente para a distribuição. Já para os dividendos não cumulativos, caso o lucro não seja suficiente, o acionista não receberá em períodos futuros. Contudo, o objeto se relaciona com a continuidade da organização, que vai além dos aspectos estabelecidos pela legislação que está preocupada com questões tributárias.

O valor da empresa não é afetado pela distribuição de dividendos, mas sim é afetado pela capacidade de geração de valor e pelo risco de seus ativos. Consequentemente, os investidores são indiferentes quando o assunto é a origem dos dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961). Gordon (1963) enfatiza que a função do valor de uma ação é uma expectativa futura do pagamento de dividendos. Por sua vez, os dividendos represen-

tam dinheiro no momento de seu recebimento, como consequência com menor risco, uma vez que seu recebimento é preferível à expectativa futura de ganhos de capital, o que denota que os acionistas preferirão receber os dividendos a possíveis ganhos de capital no futuro.

Diante desse contexto, diversas teorias buscam justificar a melhor política de dividendos para cada empresa ou situação diferente que esteja enquadrada. Destacam-se a Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos, atribuída em 1961 por Miller e Modigliani, a Teoria do Pássaro na Mão, que foi defendida por Lintner (1962) e a Teoria da Preferência Tributária, defendida por Damodaran (2002).

Defendida por Miller e Modigliani (1961), a Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos (TID), apresenta no seu contexto um mercado perfeito. O valor de mercado de uma empresa dependente com capacidade para gerar valor e do risco associado a este. Outro sim, a política de dividendos seguida por uma empresa é irrelevante no sentido de que os gestores são incapazes de influenciar o valor de mercado das suas empresas devido a simples alteração da política de dividendos.

Lintner (1962) afirma que no contexto de incertezas, os investidores preferirão receber seus dividendos, o mais rápido possível. Permeia uma relação direta entre a política de distribuição de dividendos da empresa e o seu valor de mercado. No que tange ao pagamento de dividendos, esse no âmbito corrente reduz as incertezas dos investidores, elevando o preço das ações da empresa.

A Teoria da Preferência Tributária defendida por Damodaran (2002) define que os investidores preferem que as empresas retenham lucros ao invés de distribuição de dividendos, sendo que os ganhos de capital de longo prazo estão sujeitos a impostos menos onerosos.

Política de dividendos relaciona a decisão da gestão da organização com o pagamento de dividendos e o volume de lucros retidos pela empresa. Para Prociandy e Poli (1993) são considerados apenas os fatores de segurança e risco, em que, neste aspecto o gestor prefere a retenção do valor em detrimento a distribuição. No que concerne à teoria de finanças empresariais, o foco é a maximização da riqueza dos acionistas da entidade, em que o gestor estabelecerá por meio da política de dividendos, o equilíbrio entre o pagamento de dividendos e a retenção dos lucros da organização, com intenção da manutenção da continuidade da organização.

Quando estabelecidas as políticas de dividendos diminui a concorrência pelos recursos com vistas a distribuição dos lucros aos acionistas. A política de dividendos para Brealey e Myers (2006) de um lado é a transação entre a retenção dos lucros e, de outro o pagamento de dividendos e emissão de novas ações.

Conforme Iudícibus et al. (2010), dividendo é um dos retornos mais imediato do capital investido pelos acionistas. Esse dividendo pode ser classificado entre três categorias, quanto à ordem, à propriedade dos lucros e ao recebimento, conforme apresentadas no Quadro 1 classificação das categorias dos dividendos.

Quadro1: Classificação das categorias dos dividendos

Quanto à ordem	Quanto à apropriação dos lucros	Quanto ao recebimento
Prioritários	Mínimos	Cumulativos
Não prioritários	Fixos	Não cumulativos
	Obrigatórios	

Fonte: Iudícibus et al. (2010).

Para Iudícibus et al. (2010), no Brasil, o direito ao pagamento de dividendos prioritários é a favor dos acionistas preferenciais, posterior aos que possuem ações ordinárias. Levando em consideração quanto a apropriação dos lucros, os dividendos mínimos tendem a se confundir com a relação de dividendos obrigatórios, devido a sua exigibilidade.

Os dividendos fixos são aqueles que têm seu valor fixado, impossibilitando a participação de lucros excedentes, caso não esteja determinado no estatuto. Os dividendos obrigatórios garantem aos acionistas um dividendo mínimo, que corresponde à metade do lucro líquido, ajustado aos critérios legais.

Para Procianoy e Poli (1993), o ganho do acionista será o resultante do pagamento em espécie de dividendos e do ganho de capital explícito pela valorização das ações em bolsa. Assim, se por um lado, os lucros retidos demonstram uma das importantes fontes para os futuros investimentos, por outro, a sua distribuição representará o fluxo de caixa que é por direito dos acionistas. Alguns fatores poderão ser conflitantes quando possuírem a mesma fonte de recursos, com isto as políticas de dividendos e de investimentos são fundamentais na estratégia financeira da organização.

Segundo Damodaran (2002), cada organização está inserida em uma realidade particular que a diferencia das demais empresas. Assim, as entidades têm necessidades diferenciadas, como a política de dividendos que segue essa mesma lógica. Uma política de dividendos pode atender as empresas mais experientes no mercado, fato este diferente para empresas iniciantes.

Para Loss e Sarlo Neto (2006), a política de dividendos utilizada pela organização implica na decisão de quanto do lucro deverá ser distribuído aos acionistas e quanto deverá ficar retido. Nesse contexto, quanto ao recebimento pelos acionistas, Fonteles et al. (2012) destacam diferença dos dividendos cumulativos, os não cumulativos devem ser repassados aos acionistas, independente se a empresa apresentar lucros suficientes ou não.

A problemática no âmbito do impacto da política de dividendos sobre o valor de mercado da empresa foi e é objeto de diversos estudos ao longo de décadas. Apesar disso, para Barreto (2011) nos dias atuais não há um consenso sobre a política de dividendos mais adequada, que melhor contribui para a maximização do valor da empresa para os acionistas.

Conforme Salsa (2010), as oportunidades de investimento são variáveis financeiras com resultados dos trabalhos empíricos revistos. O contexto está normalmente direcionado no sentido da existência de uma relação significativa e negativa entre as oportunidades de investimento das empresas em seus dividendos. Assim, as empresas que têm melhores oportunidades de investimento tendem a reter resultados e conseqüentemente a investi-los nos projetos em que se aplicam menores montantes de dividendos.

Diversos autores buscam estudar sobre a política de dividendos, reconhecendo a importância do contexto e experiência das empresas. La Porta et al. (2000) concluíram que é fundamental para uma organização o ciclo de vida e as oportunidades de investimento nas decisões sobre investimento e sobre os dividendos da empresa. Estratégias estas que serão discutidas no próximo tópico.

2.2 Empresas familiares

Um dos precursores do tema e o primeiro a apresentar uma definição de empresa familiar foi Donnelley em 1967, destacou que uma empresa pode ser considerada familiar quando estiver ligada a uma família no mínimo durante duas gerações e, com ligações familiares, que exerçam dentro da organização influência sobre os interesses, diretrizes empresariais e objetivos da família. Nesse contexto se destacam as características de sucesso e influencia familiar na empresa.

Demsetz e Lehn (1985) definem que os investidores com alta concentração de propriedade possuem incentivos econômicos substanciais para reduzir os conflitos associados com problemas de agência e de maximização do valor da empresa. Segundo Shyu (2011), a riqueza da família está intimamente ligada ao desempenho da empresa, assim, os membros da família têm um motivo significativo para fiscalizar os gestores em busca da melhora no desempenho da entidade.

Para Mok, Lam e Cheung (1992), uma empresa familiar como uma instituição em que uma família detém dez por cento ou mais das ações da empresa e que os membros da família ocupam cargos no conselho. Com isso, percebe-se a característica da propriedade (minoritária ou majoritária) e da influência da família na companhia por meio do conselho.

Segundo Lodi (1993), considera uma empresa familiar quando um ou mais membros da família exercem o controle administrativo, sobre a gestão da organização, por possuírem parcela considerável da propriedade do capital, com características e desejos dos fundadores de que a empresa e a gestão continuem em poder da família.

No Brasil, a abordagem de assuntos relacionados às empresas familiares está ocorrendo de forma mais acentuada. Para Anderson e Reeb (2003), quando caracterizam as empresas familiares, em seu estudo, como aquelas que apresentam membros da família atuando como membros do conselho e/ou com parte das ações da empresa. Neste contexto, fica evidente a característica da propriedade e da participação no conselho.

Conforme Floriani (2005), a empresa familiar é a extensão de uma família a partir do núcleo liderado pelo fundador e, a partir deste, pelos seus herdeiros e sucessores que irão dar prosseguimento a um sonho por ele idealizado. A partir deste entendimento, identifica-se novamente a questão da sucessão familiar. Conjuntamente, as pesquisas de Ching, Firth e Rui (2006) e Abor e Biekpe (2007) caracterizam a empresa familiar pela participação no conselho e/ou detenção de capital.

Leone (2005) apresenta três vertentes conceituais a respeito de empresas familiares aceitas em âmbito internacional (1) está relacionada ao nível de propriedade, em que controle da empresa é detido por uma família; (2) associado ao nível de gestão, em que os lugares de topo (como o conselho) da empresa são ocupados por membros da família,

sendo a gestão influenciada por esta; (3) a sucessão, em que a segunda geração familiar assume os cargos deixados pelos parentes e assim sucessivamente.

Segundo Shyu (2011), as características necessárias para definir uma empresa como familiar está em entender a detenção de ações da empresa pela família, em percentual igual ou superior a dez por cento com membros da família, compondo a diretoria da companhia ou com membros ocupando, ao menos, metade do conselho de administração da organização.

Como visto, as pesquisas já realizadas com empresas familiares destacam como características mais evidentes a propriedade familiar, isto é, ações da empresa em posse de uma família (MOK, LAM; CHEUNG, 1992; ANDERSON; REEB, 2003; LEONE, 2005; CHING; FIRTH; RUI, 2006; SHYU, 2011) e a participação influente e ativa familiar no conselho de administração (MOK; LAM; CHEUNG, 1992; ANDERSON; REEB, 2003; LEONE, 2005; CHING; FIRTH; RUI, 2006; SHYU, 2011). Uma terceira característica menos visível, mas ainda assim com destaque na literatura, é a sucessão dos cargos por membros da mesma família (DONNELLEY, 1967; FLORIANI, 2005; LEONE, 2005).

Para Maury (2006), o controle ativo de uma família está associado a alta rentabilidade da empresa, superior às empresas não familiares. Resultado semelhante é verificado no estudo de Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) que investigaram empresas chilenas a partir de uma amostra de 175 empresas e o estudo de Shyu (2011) que investigou 465 empresas de Taiwan, estes estudos evidenciaram um desempenho superior das empresas familiares quando comparado com as empresas não familiares.

Já, contrapondo a relação de propriedade e desempenho, a concentração de propriedade familiar pode afetar negativamente o desempenho da empresa conforme Silva e Majluf (2008), se os acionistas majoritários valerem-se da sua posição para desapropriar acionistas minoritários, no contexto da eficiência da empresa.

Outras pesquisas apontam situações de alertam à possibilidade de interesse divergente nas organizações com concentração de controle, como apresentados na visão de Mork, Shleifer e Vishny (1988), Shleifer e Vishny (1997) e Johnson (2000) em que os acionistas majoritários podem prejudicar a empresa incluem a transferência de ativos com valores abaixo do valor de mercado e a utilização dos ativos da empresa como garantia em empréstimos pessoais e o pagamento diferenciado dos dividendos. Contudo, fica com o destaque desta situação como de interesse para questionamentos em outras pesquisas.

Assim, o objetivo da família definido pela literatura, em relação ao desempenho da empresa, deve estar relacionado à política de dividendos e estratégia financeira pela qual os investimentos são realizados e os dividendos são distribuídos. Este tema é tratado com maiores detalhes na próxima seção.

2.3 Aspectos da relação de empresas familiares, política de dividendos e estratégias financeiras

Definidas de diferentes formas e compreendidas sob diferentes aspectos, as empresas familiares são incluídas como aquelas em que uma família detém parte do capital votante da companhia (COLLI; FERNANDEZ-PEREZ; ROSE, 2003; FILATOTCHEV; LIEN;

PIESSE, 2005; PENG; JIANG, 2010; IBRAHIM; SAMAD, 2011; McGUIRE; DOW; IBRAHIM, 2012). Outra característica relevante observada na definição da empresa como familiar consiste na presença ativa de membros da família na gestão da empresa (ANDERSON; REEB, 2003; MILLER; LE BRETON-MILLER, 2003; CHRISMAN; CHUA; LITZ, 2004; SHYU, 2011). E uma terceira característica importante associada à empresa familiar consiste no processo de sucessão dos membros da família (COLLI; FERNANDEZ-PEREZ; ROSE, 2003; CHRISMAN; CHUA; LITZ, 2004; LEONE; 2005).

As características identificadas, no que tange a definição das empresas familiares, conferem a estas companhias em situação única, na qual coexistem o ambiente familiar e o ambiente empresarial (MUÑOZ, 2012). A heterogeneidade destas empresas é observada ao passo que os desejos da família devem ser conciliados com as oportunidades de negócios da companhia. Além disso, Ward (2002) destaca que, ao focar-se nos desejos da família, a continuidade da companhia pode ser comprometida, contudo, as empresas familiares possuem características benéficas.

Conforme Wei et al. (2011), dois problemas coexistem em empresas familiares que tornam difícil uma conclusão quanto ao controle familiar e à política de dividendos destas empresas. Ainda que vários acionistas possuam forte motivação para distribuírem dividendos e que promova, conseqüentemente, uma maior valorização de suas ações (LEE; XIAO, 2004; CHEN; JIAN; XU, 2009), em virtude da política de dividendos estarem em conformidade com o interesse dos acionistas majoritários ao invés de acionistas minoritários (WEI, et al., 2011), complementam que, as empresas com controle familiar evitam pagar altos dividendos em dinheiro aos seus acionistas.

Assim, os acionistas familiares estão mais dispostos a se concentrarem no desempenho de longo prazo da entidade e participarem ativamente na gestão da organização (SHLEIFER; VISHNY, 1986), o primeiro pressuposto verificado por Wei et al. (2011) consiste em que os membros da família, por possuírem parte do capital da companhia, têm um maior incentivo para monitorar os gestores objetivando que a gestão da companhia seja mais efetiva. Quando comparada com outros investidores, a empresa família possui maior interesse em investimentos de longo prazo bem como investimentos de baixo risco (ANDERSON; REEB, 2003; VILLALONGA; AMIT, 2006).

Para Shleifer e Vishny (1997) no segundo pressuposto pautado por estes é definido que os acionistas pertencentes a uma família podem se valer do controle e/ou influência que possuem sobre a empresa para acarretar benefícios particulares em detrimento dos acionistas minoritários. Segundo Wei et al. (2011), a atitude da família em proporcionar uma remuneração excessiva aos executivos e aplicar recursos em projetos de longo prazo prejudica os interesses dos acionistas minoritários, uma vez que empresas com menos recursos tendem a pagar baixos dividendos.

Na compreensão de Shyu (2011), o pagamento de dividendos é baixo em companhias que necessitam de boas oportunidades de investimento, valores elevados pagos em forma de dividendos aos acionistas não é característica das empresas familiares, contudo o autor reconhece que um maior dividendo pago aos acionistas pode refletir positivamente no valor das ações, sendo bem visto pela família, desta forma, o efeito da propriedade familiar sobre a política de dividendo das empresas mostra-se indeterminado.

Os aspectos apresentados pela literatura permite justificar que o efeito da propriedade familiar sobre o desempenho das empresas pode ser diferente. Este pode ser positivo quando o interesse da família é em aumentar o valor da empresa mantendo a companhia como uma herança familiar, por outro lado, este efeito pode ser negativo quando as empresas familiares preferem privilegiar os investimentos de longo prazo pela companhia a fim de garantir sua continuidade.

3. METODOLOGIA

Para verificar o efeito das estratégias financeiras alinhado a política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa e de caráter documental.

Do total da população que era de 210 empresas, foram excluídas 123 empresas que não apresentavam dados para os seis anos analisados. Assim, a amostra final é composta por 87 empresas listadas na bolsa de valores brasileira (BM&FBovespa).

Para identificação das empresas familiares foram consideradas duas características conforme descrito na literatura. A primeira está relacionada à concentração de capital votante igual ou superior a 20% em poder da família, a outra é a presença de, ao menos, dois membros da família no conselho de administração da companhia (IBRAHIM; SAMAD, 2011). Deste modo, identificou-se 45 empresas familiares que apresentaram características de controle ou gestão, seguindo os critérios de Ibrahim e Samad (2011). Assim, se a empresa apresentou uma das duas características foi considerada como familiar, como preconiza a literatura. Já as empresas não familiares compreenderam 42 entidades listadas na BM&FBovespa.

As variáveis utilizadas na pesquisa foram selecionadas a partir da literatura pesquisada e são dispostas no Quadro 2. Tanto a variável dependente quanto as variáveis independentes são variáveis quantitativas, por estarem associadas a valores contábeis financeiros.

Quadro 2: Definição operacional das variáveis métricas

Variável dependente		
Descrição	Proxy	Fonte
Política de dividendos (Payout)	"Dividendos pago por ação" "Dividendos por ação"	Salsa (2010), Shyu (2011) e Lee e Xiao (2004)
Descrição	Proxy	Fonte
Variáveis independentes		
Rentabilidade (RENTAB)	$X1 = RO / ATL$ RO = Resultados operacionais do ano; ATL = Ativo total líquido do ano;	Salsa (2010); Fonteles et al. (2012).
Tamanho (DIMENS)	$X2 = Ln AT$	Lintner (1956); Salsa (2010); Fonteles et al. (2012).

Crescimento dos resultados (CRESCIME)	$X5 = \Delta RL / RL(t-1) = (RLt - RL(t-1)) / RL(t-1) $	Salsa (2010)
Crescimento dos resultados no ano seguinte (RESFUTUR)	$X6 = \Delta RL(t+1) / RLt = (RL(t+1) - RLt) / RLt $	Salsa (2010)
Investimento total (INVESM)	$X7 = \Delta ATL / ATL(t-1) = (ATLt - ATL(t-1))$	Salsa (2010)
Endividamento total (ENDIVI)	$X8 = PT / ATL$ PT = Passivo total no ano considerado;	Lintner (1956); Salsa (2010); Silva, Ferreira e Calegario (2009)
Retorno do ativo total (ROA)	Retorno do ativo total = lucro líquido / ativo total	Silva, Ferreira e Calegario (2009), Wei et al. (2011), Shyu (2011) e Lee e Xiao (2004)
Retorno sobre o capital próprio (ROE)	Retornos sobre o capital próprio = lucro disponível aos acionistas ordinários / patrimônio dos acionistas ordinários	Silva, Ferreira e Calegario (2009) e Chen, Jian e Xu, (2009)
Índice da capacidade de geração de lucro (CGL)	Índice da capacidade de geração de lucro = EBIT / ativos totais	Silva, Ferreira e Calegario (2009)

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme recomendações do estudo elaborado por Salsa (2010) foram incluídas variáveis a fim de obter uma melhor explicação para a política de dividendos das empresas familiares e não familiares, foco deste estudo. A escolha dos indicadores descritos no Quadro 2, está fundamentada pelos autores, sendo que tais estudos obtiveram êxito com a escolha dessas variáveis em suas pesquisas.

Para as variáveis independentes, espera-se uma relação positiva com a política de dividendos das empresas familiares analisadas, exceto para a variável de tamanho. Segundo Salsa (2010) e Shyu (2011), a presença do endividamento da empresa e do crescimento da companhia, indicam a necessidade de retenção de recursos na empresa, de modo que, estando presente estas condições, a companhia tende a reter recursos e distribuir menos dividendos.

De acordo com Salsa (2010), a variabilidade dos resultados da empresa está ligada no contexto da probabilidade destes serem insuficientes aos compromissos da entidade perante os credores. Desta forma, a certeza dos gestores no âmbito da manutenção dos níveis de dividendos no futuro é determinante para a tomada de decisão, apresentando pouca consistência dos resultados empresariais que não favorecem as alterações à política de dividendos.

Os dados utilizados na pesquisa compreendem os anos de 2007 a 2012 e foram coletados a partir da base de dados Thomson®. Para análise dos dados foi utilizada a regressão linear múltipla, que é um caso particular de análise de regressão, em que a relação entre as variáveis é linear, essa é a técnica mais utilizada neste tipo de trabalho na área de finanças empresariais quando se tenta medir a relação entre variáveis.

O modelo incluiu as variáveis independentes que se apresentam estaticamente significantes e, portanto, explicativas para a distribuição de dividendos (*payout*) da empresa. Os dados foram tratados por meio do *software* SPSS 20®. Primeiramente, obteve-se dados dos testes necessários para atendimento aos pressupostos da regressão linear, nos quais se incluem o teste de normalidade e de multicolinearidade das variáveis.

4. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Com o propósito de atender o objetivo de identificar o efeito das estratégias financeiras alinhado a política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras, foi realizada uma regressão linear múltipla. Antes de expor os resultados da regressão, destacam-se o atendimento aos pressupostos fundamentais para a utilização da técnica de regressão previstos por Kennedy (1998).

Conforme Kennedy (1998), a técnica de regressão linear tem por necessidade responder aos pressupostos de aleatoriedade, normalidade, homocedasticidade e multicolinearidade dos dados. Para isso, aplicaram-se os testes de *Durbin-Watson*, *Shapiro-Wilk* e *Levene*. A Tabela 1 demonstra os testes de aleatoriedade, normalidade e homocedasticidade.

Quadro 1: Classificação das categorias dos dividendos

Pressupostos	Testes	Hipóteses
Aleatoriedade	Durbin-Watson: Estatística DW = 1,855 Valor-p = 0,021 Autocorrelação dos resíduos = 0,072	Inexiste autocorrelação de primeira ordem entre os resíduos.
Normalidade	Shapiro-Wilk: Estatística SW = 0,937 Valor-p = 0,000	A distribuição dos resíduos é normal.
Homocedasticidade	Levene: Estatística F = 0,458 Valor-p = 0,499	A variância dos erros é uniforme.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em atendimento ao pressuposto da aleatoriedade no procedimento de regressão, aplicou-se o teste de *Durbin-Watson*. Field (2009, p. 179) afirma que o teste de *Durbin-Watson* “testa a correlação serial entre erros. Especificadamente, ele testa se os resíduos adjacentes são correlacionados”. O teste DW apresentado na Tabela 1 demonstra a inexistência de autocorrelação de primeira ordem entre os resíduos, visto que, seu valor de 1,855 está próximo a 2. Deste modo, conforme preconiza Hair Jr. et al. (2005) os valores de estatística DW devem estar próximos a 2, para atender ao pressuposto da regressão.

O teste de normalidade dos resíduos pode ser realizado por meio de testes estatísticos, como *Shapiro-Wilk*, e *Jarque-Bera* (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2011). Na Tabela 1, a normalidade dos dados é testada pelo teste de *Shapiro-Wilk* (S-W), que conforme Fávero et al. (2009, p. 112) o referido teste compara a “distribuição de frequência acumulada de um conjunto de valores observados da amostra com uma distribuição esperada ou teórica”. O teste S-W do presente estudo foi significativo ao nível de 1%, portanto não se rejeita a hipótese que a distribuição dos resíduos é normal.

Para verificação da homocedasticidade, aplicou-se o teste de *Levene*. Hair Jr. et al. (2005) confirmam que o teste de *Levene* é o mais comum para verificação da homocedasticidade. Conforme observado o teste de *Levene* não foi significativo, confirmando-se a hipótese de que a variância dos erros é uniforme, ou seja, que a diferença entre as variâncias é igual a zero.

Após o cálculo da aleatoriedade, normalidade e homocedasticidade, realizou-se a análise da regressão linear múltipla. Busca-se por dada regressão linear múltipla verificar se as variáveis: Rentabilidade (RENTAB), Tamanho (TAM), Crescimento dos resultados (CRESCIME), Crescimento dos resultados no ano seguinte (RESFUTUR), Investimento total (INVESM), Endividamento total (ENDIVI), Retorno do ativo total (ROA), Retorno sobre o capital próprio (ROE), Índice da capacidade de geração de lucro (CGL), explicam as estratégias financeiras alinhado a distribuição dos dividendos das empresas familiares e não familiares. A Tabela 2 apresenta o resumo do modelo da regressão linear múltipla.

Tabela 2 – Resumo do modelo.

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	0,456	0,208	0,184	23,951

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 2 descreve o modelo globalmente, ela informa se o modelo é eficaz em prever as estratégias financeiras alinhado com a política de dividendos das empresas se realmente ocorrem. O coeficiente de determinação (R^2) serve como poder explicativo da regressão, é o coeficiente de determinação, sendo uma medida do efeito das variáveis independentes sobre a variável dependente (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2011). Sendo assim, o valor de R^2 apresentou 20,8% de explicação.

O R^2 ajustado fornece uma noção de quão bem o modelo tem poder explicativo. Desta forma, pode-se afirmar que 18 % da variabilidade total da dependente é explicada pelas variáveis independentes presentes no modelo de regressão linear ajustado, ou seja, as variáveis independentes explicam 18 % das estratégias financeiras alinhado com a política de dividendos das empresas analisadas.

Shyu (2011) identificou em seu estudo que o pagamento de dividendos é baixo em companhias que necessitam de boas oportunidades de investimento e, como podem reduzir os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, reduziriam a necessidade de monitoramento interno pelos membros da família, indicando perda de poder, com isso, valores elevados que são pagos em dividendos aos acionistas não seria característica das empresas familiares, contudo o autor reconhece que um maior dividendo pago aos acionistas pode refletir positivamente no valor das ações, sendo bem visto pela família, desta forma, o efeito da propriedade familiar sobre a política de dividendo das empresas mostra-se indeterminado.

A Tabela 3, apresenta a análise de variância, a qual testa se o modelo possui um poder explicativo melhor do que a média para explicar a variável independente.

Tabela 3 – Análise de variância.

Modelo		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
1	Regressão	50.628,329	10	5.062,833	8,825	0,000
	Erro	193.328,108	337	573,674		
	Total	243.956,438	347			

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os resultados apresentados pela análise de variância por meio do teste F (Tabela 3) pode-se afirmar que existe uma forte evidência que as variáveis independentes influenciam significativamente as estratégias financeiras alinhado com a política de dividendos das empresas analisadas. Por fim, apresentam-se na Tabela 4 os coeficientes de regressão linear múltipla. Salsa (2010) aplicou a regressão linear múltipla com a finalidade de analisar a relação do efeito da política de dividendos, as estratégias financeiras e o ciclo de vida das organizações.

Tabela 4 – Regressão linear múltipla.

Variáveis	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	17,693	7,033		2,516	0,012		
Familiar ou não familiar	-5,561	2,725	-0,105	-2,041	0,042	0,889	1,125
(RENTAB)	71,486	20,531	0,336	3,482	0,001	0,253	3,957
(TAM)	1,350	0,913	0,091	1,479	0,140	0,626	1,597
(CRESCIME)	-0,048	0,040	-0,059	-1,183	0,238	0,955	1,047
(RESFUTUR)	-0,046	0,061	-0,050	-0,759	0,449	0,544	1,837
(INVESM)	-13,947	106,501	-0,009	-0,131	0,896	0,548	1,825
(ENDIVI)	0,000	0,000	0,036	0,669	0,504	0,797	1,254
ROA	0,120	0,222	0,051	0,538	0,591	0,263	3,798
ROE	0,027	0,027	0,055	0,984	0,326	0,761	1,314
(CGL)	-11,949	37,709	-0,034	-0,317	0,752	0,203	4,916

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme Tabela 4, as variáveis independentes consideradas estatisticamente significantes são a *dummy* de empresa familiar e não familiar e a rentabilidade (RENTAB). Ou seja, a rentabilidade dos capitais investidos influencia significativamente nas estratégias financeiras alinhado com a política de dividendos das empresas analisadas. O volume de vendas das empresas analisadas apresentou relação direta com o montante de investimentos, visto que é o indicador que mede as vendas realizadas em proporção dos investimentos efetivados pela empresa.

A rentabilidade influencia de maneira positiva as empresas não familiares, ou seja, quanto mais rentável for a empresa maiores proporções de dividendos ela irá distribuir para seus acionistas, o que ocorre ao contrário para as empresas de propriedade familiar,

a rentabilidade destas empresas é negativa, a empresas familiar tende a reter suas riquezas em prol da organização quando essa apresenta bons resultados de rentabilidade.

Na regressão, o coeficiente da variável *dummy* é negativo (-5,561) e estatisticamente significativa, indicando que as empresas familiares são menos propensas a distribuir menos dividendos do que as empresas não familiares. Isto implica que as empresas familiares são mais cautelosas na utilização da política de dividendos.

Coletivamente, essas diferenças indicam que as empresas de controle familiar são mais relutantes, utilizam estratégias financeiras a longo prazo. A família que administra sua própria organização, muitas vezes retém os valores que deveriam ser distribuídos. Estratégias financeiras em empresas familiares são realizadas objetivando retornos de longo prazo que estão atreladas a uma questão de propriedade, uma vez que na visão do gestor a empresa deve permanecer sempre em poder da mesma. Motivo esse que na maioria das ocasiões, a organização retém os recursos financeiros objetivando as finanças corporativas de longo prazo para a entidade.

A empresa familiar realiza investimentos não esperando resultado no curto prazo, pois seus gestores geralmente são os próprios membros da família, estes permanecem na empresa, o retorno é para sua própria entidade, diferentemente das empresas que não são de propriedade familiar. O gestor busca obter os resultados imediatos das suas estratégias, demonstrando aos sócios, acionistas esses resultados no curto prazo, além disso, esses gestores também ponderam ao seu benefício, como a empresa não é de sua propriedade, retornos imediatos resultaram em benefícios e pagamento de dividendos mais elevados.

O gestor, geralmente membro da família, visa o investimento que irá retornar a atividade da empresa por longos períodos, retendo e distribuído menos dos seus lucros, alimentando a ideia da estratégia financeira no longo prazo. Fato este que está atrelado aos pressupostos de Lodi (2003), o mesmo afirma que a empresa de propriedade familiar passa a distribuir em menores quantidades, permanecendo grande parcela com a empresa. Logo, Shyu (2011) define que valores elevados que são pagos em dividendos não são características de empresas de propriedade familiar, entretanto se o valor pago na forma de dividendos for elevado pode esse refletir positivamente no aumento das ações da empresa, atendendo os objetivos da família.

Os resultados deste estudo corroboram os achados de Wei et al. (2011), Lee e Xiao (2004) e Chen, Jian e Xu (2009), dois problemas coexistem em empresas familiares que torna difícil uma conclusão quanto o controle familiar e as estratégias financeiras alinhado com a política de dividendos destas empresas, em virtude da política de dividendos estar em conformidade com os interesses dos acionistas majoritários ao invés de acionistas minoritários. Estes autores investigam que as empresas com controle familiar evitam pagar altos dividendos em dinheiro aos seus acionistas, atribuindo com isso as estratégias financeiras para reter valores que venham a retornar no longo prazo para a entidade.

Percebe-se a diferença temporal entre as pesquisas destacadas, pode-se entender que o processo de amadurecimento de política de dividendos em empresas familiares influencia os achados em destaque, demonstrando que as empresas não familiares

continuam se destacando no tocante a maior parcela de distribuição de seus dividendos, adotando estratégias financeiras diferentes das empresas de propriedade familiar.

Além disso, os resultados deste estudo também vão ao encontro com os de Salsa (2010) que investigou empresas europeias de 6 países (Alemanha, Dinamarca, Finlândia, Itália, Reino Unido e Suécia). Salsa (2010) encontrou relevância dos determinantes financeiros do nível de dividendo empresarial, demonstrando as diferenças e semelhanças entre o nível dos dividendos e seus determinantes para os diferentes países.

Em suma, pode-se afirmar que os resultados apresentados a partir das variáveis independentes indicam que as empresas não familiares apresentam significância para as políticas de dividendos, já as empresas familiares apresentam resultados não significantes, ou seja, as empresas não familiares utilizam em maior proporção a distribuição da política de dividendos e as empresas familiares realizam estratégias financeiras alinhado com a política de dividendos em menor proporção, achados concomitantes aos realizados por Lee e Xiao (2004), Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Chen, Jian e Xu, (2009), Salsa (2010), Wei et al. (2011) e Shyu (2011).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo identificar o efeito das estratégias financeiras alinhado a política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras. Assim, para além do perfil do comportamento financeiro alinhado com a distribuição dos dividendos a Rentabilidade, Tamanho, Crescimento dos resultados, Crescimento dos resultados no ano seguinte, Investimento total, Endividamento total, Retorno do ativo total, Retorno sobre o capital próprio, Índice da capacidade de geração de lucro formam testados como explicativos para as empresas analisadas.

As estratégias financeiras em empresas de propriedade familiar ficam, em muitos casos, restritas, uma vez que a empresa, em poder da primeira ou segunda geração, almeja que o comando continue nas mãos da família e não seja dividido com demais acionistas. Fato este, que as decisões de estratégias ficam, geralmente a cargo de resultados a longo prazo, pois a família que não tem a intenção em se desvincular do poder espera obter bons resultados, sejam esses, obtidos no período adequado.

Por outro lado, têm-se as empresas não familiares, geridas por colaboradores, geralmente não ligados a empresa desde a sua fundação e que estão na gestão para retratar resultados imediatos, de curto prazo, atendendo aos objetivos da organização e aos seus propriamente dito. Uma vez que sua permanência na empresa nem sempre será definitiva, assim, com resultados obtidos de imediato, suas bonificações, valorização será maior.

Este estudo baseou-se nas pesquisas realizadas por Wei et al. (2011), Lee e Xiao (2004), Chen, Jian e Xu, (2009) e Shyu (2011) que obtiveram como principais resultados variáveis positivos para a política de dividendos em empresas não familiares e não tão

significantes em empresas familiares, resultados concomitantes aos apresentados no presente estudo, preconizando que empresas não familiares utilizam mais a distribuição da política de dividendos e as empresas familiares utilizam em menor proporção. Achados estes que explicam a utilização de estratégias financeiras adotadas por empresas familiares, atrelando ao retorno de longo prazo para a organização, retendo com isso seus dividendos com o objetivo da propriedade continuar em poder da família.

As conclusões apontam que a Rentabilidade é significativa para as empresas não familiares, obtendo poder explicativo do *payout*, as demais variáveis não são explicativas para a variável dependente. Desta forma, conclui-se que as empresas não familiares utilizam mais a distribuição dos dividendos quando comparadas com empresas familiares, estes dois grupos de empresas utilizam estratégias financeiras diferentes. O grupo de empresas familiares está voltado a retornos de longo prazo, retendo mais lucros à entidade, já as empresas não familiares distribuem mais dividendos, em virtude dos retornos esperados serem de menor tempo.

Sendo assim, a contribuição do estudo está voltada para demonstrar as estratégias que são utilizadas pelas empresas, sejam familiares ou não familiares. De que maneira essas empresas buscam ajustar suas estratégias, atendendo aos interesses dos acionistas, da empresa e em especial aos interesses da família, quando esta for de propriedade familiar, com vistas ao bom desempenho da organização e a sua continuidade.

Recomenda-se, para estudos futuros, que se aborde um período maior para análise a fim de se obter uma visão mais ampla desta prática que ainda é recente no cenário nacional. Recomenda-se ainda, investigar se as empresas familiares que utilizam política de dividendos possuem melhor desempenho que aquelas que não apresentam tal prática a fim de verificar se os argumentos levantados pela literatura se confirmam dentro do contexto das empresas familiares brasileiras.

REFERÊNCIAS

ABOR, J.; BIEKPE, N. Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. **Corporate Governance**, v. 7, n. 3, p. 288-300, 2007.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-Family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, jun. 2003.

BARRETO, A. T. **O impacto da política de dividendos no valor de mercado da empresa: o caso das empresas cotadas na Euronext Lisbon-Portugal**. 2011. Mestrado (Mestrado em Finanças Empresariais) – Universidade do Algarve Faculdade de Economia, Faro, 2011.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Principles of corporate finance**. McGraw-Hill/Irwin, 8 ed., 2006.

CHEN, D.; JIAN, M.; XU, M. Dividends for tunneling in a regulated economy: the case of China. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 17, n. 2, p. 209-223, abr. 2009.

CHING, K. M. L.; FIRTH, M.; RUI, O. M. Earnings management, corporate governance and the market performance of seasoned equity offerings in Hong Kong. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 2, n. 1, p. 73-98, jun. 2006.

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 & Practice**, v. 28, n. 4, p. 335-354, 2004.

COLLI, A.; FERNÁNDEZ PÉREZ, P.; ROSE, M. B. National determinants of family firm development? Family firms in Britain, Spain, and Italy in the nineteenth and twentieth centuries. **Enterprise & Society**, v. 4, n. 1, p. 28-64, 2003.

CORRAR, Luiz J; PAULO, Edilson; DIAS FILHO José Maria. **Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário**. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

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

DONNELLEY, R. G. A empresa familiar. **Revista de Administração de Empresas**, v. 7, n. 23, p. 161-198, 1967.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia; DA SILVA, Fabiana Lopes; CHAN, Betty Lilian. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. São Paulo: Campus, 2009.

FIELD, Andy. **Descobrimo a estatística usando o SPSS**. 2. ed. São Paulo: Artmed, 2009.

FILATOTCHEV, I.; LIEN, Y.-C.; PIESSE, J. Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: evidence from Taiwan. **Asian Pacific Journal of Management**, v. 22, p. 257-283, 2005.

FLORIANI, O. P. **Perpetuação das sociedades à luz do direito civil**. Curitiba: Juruá, 2005.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JUNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A. C. de; DE LUCA, M. M. M. Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 23, n. 3, p. 173-204, jul./set. 2012.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.

HAIR JR., Joseph F.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L; BLACK, Willian C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. São Paulo: Bookman, 2005.

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, set. 2011.

IUDÍCIBUS, S; MARTINS, E.; GE LBCK, E. R.; SANTOS, A. **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC**. São Paulo: Atlas, 2010.

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Tunneling. **The American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 22-27, may 2000.

KENNEDY, Peter. **A guide to econometrics**. Cambridge: The MIT Press, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER A; VISHNY R. w. Agency problems and dividend policies around the world. **Journal of Finance, American Finance Association**, v. 55, n. 1, p. 1-33, fev. 2000.

LEE, C. W. J.; XIAO, X. Tunneling Dividends. **The Working Paper**. Tulane University, 2004.

LEONE, N. G. **Sucessão na empresa familiar: preparando as mudanças para garantir sobrevivência no mercado globalizado**. São Paulo: Atlas, 2005.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v., 44, n. 3, p. 243-269, aug. 1962.

LODI, J. B. **A empresa familiar**. 4 ed., São Paulo: Pioneira, 1993.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias Brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 40, p. 52-66, jan./abr. 2006.

MARTÍNEZ, J. I.; STÖHR, B. S.; QUIROGA, B. Family ownership and firm performance: evidence from public companies in Chile. **Family Business Review**, v. 20, n. 2, p. 83-94, 2007.

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, p. 106-117, 2012.

MAURY, B. Family ownership and firm performance: empirical evidence from western European corporations. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 321-341, 2006.

McGUIRE, J.; DOW, S.; IBRAHIM, B. All in family? Social performance and corporate governance in the family firm. **Journal of Business Research**, v. 65, p. 1643-1650, 2012.

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I. Challenge versus advantage in family business. **Strategic organization**, v. 1, n. 1, p. 127-134, 2003.

MILLER, Merton H; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, oct. 1961.

MOK, H. M. K.; LAM, K.; CHEUNG, I. Family control and return covariation in Hong Kong's common stocks. **Journal of Business & Accounting**, v. 19, n. 2, p. 277-293, jan. 1992.

MORK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MUÑOZ, V. L. Política de dividendos y conflict en la empresa familiar: El protocolo. **Revista de Empresa Familiar**, v. 2, n. 1, p. 55-63, maio, 2012.

PENG, M. W.; JIANG, Y. Institutions behind family ownership and control in large firms. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 2, p. 253-273, mar. 2010.

PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 33, n. 4, p. 06-15, jul./aug. 1993.

ROZEFF, M. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **Journal of Financial Research**, v. 5, n. 3, p. 249-259, 1982.

SALSA, M. L. C. R. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Tourism & Management Studies**, v. 6, p. 162-174, 2010.

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

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **Journal of political economy**, v. 94, n. 3/1, p. 461-488, jun. 1986.

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

SILVA, F.; MAJLUF, N. Does family ownership shape performance outcomes? **Journal of Business Research**, v. 61, p. 609-614, 2008.

SILVA, Sabrina Soares da; FERREIRA, Patrícia Aparecida, CALEGARIO, Cristina Lelis Leal. Estratégias financeiras empresariais para criação e destruição de valor. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, v. 7, n. 3, p. 348-362, set./dez. 2010.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, management, and control affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

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

WEI, Z.; WU, S.; LI, C.; CHEN, W. Family control, institutional environment and cash dividend policy; evidence from China. **China Journal Accounting Research**, v. 4, p. 29-46, 2011.