

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA - UFU
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACIC
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

DANILO DA CUNHA SILVA

DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS FAMILIARES
LISTADAS NA BM&FBOVESPA: uma análise por meio de indicadores do fluxo de
caixa

UBERLÂNDIA
NOVEMBRO DE 2017

DANILO DA CUNHA SILVA

**DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS FAMILIARES
LISTADAS NA BM&FBOVESPA: uma análise por meio de indicadores do fluxo de
caixa**

Artigo acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador : Reiner Alves Botinha

**UBERLÂNDIA
NOVEMBRO DE 201**

RESUMO

Atualmente a maior dificuldade das empresas é saber se realmente esta ocorrendo lucro no seu estabelecimento, e se não, o que esta prejudicando-a. Isso ocorre principalmente em organizações familiares. Devido a este fator presente pesquisa buscou investigar os determinantes do endividamento das empresas familiares por meio da análise dos indicadores de fluxos de caixa. Como parte dos esforços para alcançar o objetivo, analisaram-se 285 empresas, sendo 139 classificadas como familiares e 146 não familiares, e foi aplicado o teste de regressão múltipla dos dados para a análise dos resultados. Como resultados verificou-se que as empresas não familiares apresentaram uma maior média de grau de endividamento. No entanto, por meio do modelo econométrico, verificou-se que o fato de a empresa ser considerada uma empresa familiar, não ocorre maior ou menor captação de recursos por meio de investimentos próprios ou de terceiros, ou seja, não influencia a estrutura de capital da empresa. Verificou-se também que as empresas do setor de petróleo, gás e combustíveis são aquelas que possuem maior grau de endividamento, e por outro lado as empresas com menor proporção de endividamento são as empresas do setor de saúde. De forma geral, observou-se que os índices da demonstração do fluxo de caixa são capazes de auxiliar na explicação das diferenças nos graus de endividamento das empresas, sendo que, para a amostra da presente pesquisa, a cada aumento na cobertura de dívidas com caixa, reduz-se o grau de endividamento da empresa, ou seja, a gestão do caixa interfere nas decisões de endividamento.

Palavras-chave: Empresas Familiares. Endividamento. Demonstração dos Fluxos de Caixa. Regressão Linear Múltipla.

ABSTRACT

Nowadays the biggest difficulty of the companies is to know if this profit is actually occurring in their establishment, and if not what is harming it. This occurs mainly in family organizations. Due to this a present research, sought to investigate the determinants of the indebtedness of the family companies through the analysis of the indicators of cash flows. As part of the efforts to achieve the objective, we analyzed 285 companies, 139 of which were classified as family firms and 146 were non-family firms, and the multiple regression of the data was applied for an analysis of the results. As results, it was verified that, as non-family firms, they had the highest degree of indebtedness. However, through the econometric model, it was verified that the fact that the company is considered a family firms, does not occur more or less fund raising own or debt capital, that is, it does not influence the capital structure from the company. It was also verified how companies in the oil, gas and fuel sector are those that have a higher degree of indebtedness, on the other hand, as companies of smaller size. In general, it was verified that the DFC indexes are able to aid in explaining the difference in the degrees of finance of the companies, and for a sample of the present research, it was shown to each increase in the coverage of purchases with cash, the level of indebtedness of the company has been reduced, that is, cash management interferes with indebtedness decisions.

Keywords: *Family firms; Indebtedness; Statement of Cash Flows; Multiple Linear Regression.*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 REFERENCIAL TEÓRICO	2
2.1 Empresas Familiares	2
2.2 Endividamento das Empresas	4
2.3 Demonstração dos Fluxos de Caixa	5
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	9
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	12
4.1 Análise descritiva dos dados	12
4.2 Análise do modelo de regressão.....	13
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	16
REFERÊNCIAS	18

1 INTRODUÇÃO

As empresas familiares possuem grande importância e representatividade mundial, sendo que estas representam a base da economia (SOUSA et al., 2015). Ainda segundo os autores, este fenômeno, por sua vez, não é diferente no Brasil, onde surgiram diversos casos de empreendedores que, desenvolveram e prosperaram com suas entidades familiares, contribuindo assim para melhorar a economia do país. Porém, a falta de planejamento e qualidade de gestão levam estas instituições a não se manterem no mercado por um longo período de tempo (SOUZA, 2012).

Em média, a vida destas organizações é estimada em 24 anos, com apenas 5% alcançando a terceira geração. Além disso, 40% das empresas de administração familiar no mundo não chegam ao primeiro ano de vida, 60% fracassam até o final do segundo ano após a fundação e perto de 90% encerram as atividades até o décimo ano de vida (OLIVEIRA, 2010).

Um dos principais responsáveis por este fato é o elevado índice de endividamento das empresas. Como mostram os dados divulgados pelo Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE, 2014), o nível de endividamento das famílias no Sistema Financeiro Nacional continua crescendo, tendo atingido, em julho de 2014, 46% da renda acumulada por elas nos últimos 12 meses.

Perante este crescimento, o estudo dos fatores que influenciam o endividamento se mostra de grande valia para a área de finanças, tendo em vista a relação entre necessidade, consumo, endividamento e inadimplência. Isso é de interesse das empresas porque as influencia em todo ciclo operacional e financeiro, podendo resultar em desajustes na liquidez e aumento do risco.

Segundo o SEBRAE (2016), para ter uma empresa saudável financeiramente é preciso controlar bem o fluxo de caixa, sendo a análise dessa demonstração importante para traçar estratégias para o crescimento da empresa ou reverter as situações negativas. Uma má gestão do fluxo de caixa pode estimular o endividamento da empresa. Segundo Spadin (2008), a demonstração do fluxo de caixa da entidade é capaz de planejar seus recursos financeiros de forma a evitar excessos ou insuficiências.

De acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 03, a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) de uma entidade é útil para proporcionar aos seus usuários a base para avaliar a capacidade da empresa de gerar caixa e equivalentes de caixa, e as necessidades da

organização para utilizar esses recursos. É também uma ferramenta muito útil para a avaliação da atividade empresarial de uma companhia, sendo que uma boa administração do fluxo de caixa pode evitar problemas de insolvência ou de iliquidez proporcionada por elevados endividamentos (PATON; SLEWINSKI, 2011).

Diante do exposto, a pesquisa visa responder à seguinte pergunta: quais são os determinantes do endividamento das empresas familiares listadas na BM&FBovespa? Com isso, o estudo tem o objetivo geral de estabelecer os determinantes do endividamento por meio da análise dos indicadores do fluxo de caixa das empresas familiares listadas na BM&F BOVESPA.

Em face a isto, o presente estudo tem como objetivo investigar os determinantes do endividamento das empresas familiares por meio da análise dos indicadores de fluxos de caixa, controlando as demais variáveis apontadas pela literatura como importantes na explicação do endividamento. Dessa forma, acredita-se que este trabalho pode contribuir para o processo de gestão nas empresas familiares em geral devido a evidenciação dos determinantes de endividamento para esse tipo de organização, destacando o papel da gestão do caixa para inibir a circunstância de endividamento das empresas.

O estudo proposto foi estruturado da seguinte forma: inicialmente introdução, na próxima seção o referencial teórico e, logo após, os procedimentos da metodologia utilizada na pesquisa. Na sequência foram apresentados e analisados os resultados encontrados. Posteriormente, foram feitas as considerações finais sobre os resultados obtidos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Empresas Familiares

São vários os entendimentos sobre o conceito de empresa familiar. De acordo com Fiegner (2010), a empresa familiar é aquela que tem envolvimento da família nos negócios. Lodi (1998), corrobora com esta ideia mencionando que a organização familiar esta relacionada aos fatores hereditários e os valores organizacionais esta junto ao sobrenome da família ou com o fundador.

Para Rossato Neto e Cavedon (2004), não existe nenhuma classificação exata para empresa familiar, mas algumas características são comuns, como por exemplo, a presença de

uma segunda geração nos negócios da família e o envolvimento de membros da família na direção do negócio.

De acordo com Anderson e Reeb (2004), o fator familiar traz riscos para a entidade em relação ao controle da empresa nas mãos dos membros da família. Um exemplo desses riscos é a não diversificação de seus investimentos, concentrando seus recursos em apenas um tipo de negócio, tornando mais arriscado ao longo do tempo, mas mantendo esse investimento por muitas gerações.

Ainda segundo Anderson e Reeb (2004), outro determinante fundamental para as organizações familiares é o fato de a maior porção do capital das empresas estar nas mãos da família, proporcionando a tomada de decisões corporativas que vão de encontro ao interesse da família, o que nem sempre é benéfico para acionistas minoritários da empresa.

Nota-se que a empresa sob gestão familiar tem suas vantagens, mas também apresenta desvantagens e enfrenta desafios, que se não adequadamente enfrentados podem vir a conduzir a organização à falência. Neste cenário as empresas familiares exibem pontos positivos e negativos, como aponta o Quadro 1.

Quadro 1 – Pontos positivos e negativos das empresas familiares.

Pontos Positivos	Pontos Negativos
Comando único e centralizado, permitindo reações rápidas em situações de emergência.	Dificuldades na separação entre o que é intuitivo/emocional e racional, tendendo mais para o primeiro.
Estrutura administrativa e operacional "enxuta".	Exigência de dedicação exclusiva dos familiares, priorizando os interesses da empresa.
Disponibilidade de recursos financeiros e administrativos para autofinanciamento obtido de poupança compulsória feita pela família.	Laços afetivos extremamente fortes, influenciando os comportamentos, relacionamentos e decisões da empresa.
Importantes relações comunitárias e comerciais decorrentes de um nome respeitado.	Valorização da antiguidade como um atributo que supera a exigência de eficácia ou competência.
Organização interna leal e dedicada.	Expectativa de alta fidelidade dos empregados. Isto pode gerar um comportamento de submissão, sufocando a criatividade.
Forte valorização da confiança mútua, independentemente de vínculos familiares. A formação de laços entre empregados antigos e os proprietários exerce papel importante no desempenho da empresa.	A postura de autoritarismo e austeridade do fundador, na forma de vestir ou na administração dos gastos, se alterna com atitudes de paternalismo, que acabam sendo usadas como forma de manipulação.
Grupo interessado e unido em torno do fundador.	Jogos de poder, nos quais muitas vezes vale mais a habilidade política do que a característica ou competência administrativa.

Fonte: SEBRAE (2016), com adaptações.

Em suma, esta seção procurou abordar pesquisas sobre empresas familiares e suas principais características. Na próxima seção buscou-se abordar sobre o endividamento das

empresas e sobre a DFC, a fim de abranger o aporte teórico de suporte ao problema de pesquisa proposto neste estudo.

2.2 Endividamento das Empresas

Para determinar o endividamento da organização, alguns itens devem ser analisados, tais como: as condições gerais da economia, o mercado onde a empresa atua, as decisões operacionais e financeiras a serem tomadas, para verificar quais atividades serão financiadas pelos recursos obtidos, entre outros fatores não financeiros (LEMES JUNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2002).

Nobre, Câmara e Guimarães Junior (2006) realizaram estudos sobre os níveis de endividamento total das pequenas e médias empresas (PMEs) e as suas consequentes estruturas de capital. O estudo focou a análise nos demonstrativos financeiros de 25 empresas, de 2000 a 2004, e os resultados estatísticos obtidos sobre o modelo de endividamento total apontaram para uma postura conservadora dos seus empresários frente ao endividamento. De acordo com a pesquisa realizada, 40,8% das empresas não tiveram nenhum tipo de dívida, 80% das empresas não possuem dívidas de longo prazo e 56% das empresas não possuem dívidas de curto prazo.

Além da postura conservadora das entidades perante o uso de capital de terceiros, estes números também revelam o baixo uso da dívida de longo prazo por tais empresas. Estes resultados confirmam a preferência das pequenas e médias empresas pela dívida de curto prazo, conforme retratado na literatura e nos resultados dos estudos empíricos sobre estas organizações (NOBRE; CÂMARA; GUIMARÃES JUNIOR, 2006).

Silva e Valle (2008) pesquisaram sobre os endividamentos totais e de longo prazo de organizações brasileiras e americanas, de vários setores da economia, no período de 1999 a 2003. Os resultados da análise mostraram que, quanto ao endividamento total, as organizações brasileiras mostraram-se superiores às americanas.

Os autores encontraram evidências de que quanto maior a proporção de ativos para garantia, maior é o nível de dívida total e de longo prazo (SILVA; VALLE, 2008). Concluiu-se também que empresas mais rentáveis e com altas taxas de despesa de depreciação tendem a apresentar menos dívidas, tanto de longo prazo como totais. Por fim, foi constatado que empresas maiores tendem a ser mais endividadas no total.

O endividamento das entidades também depende, criticamente, da distribuição de probabilidade do fluxo de caixa e das oportunidades de investimento da organização (STULZ, 1990).

No que tange às empresas familiares, segundo Scarpin, Almeida e Machado (2012), existe uma premissa de que as empresas familiares possuem como característica a adesão à gestão conservadora, sendo estas menos propensas a risco. Na pesquisa, os referidos autores argumentaram ainda a existência de uma relação negativa entre o endividamento e o conservadorismo. Como foi observado que as empresas familiares são conservadoras, espera-se que estas apresentem menor grau de endividamento.

Na pesquisa de Oro, Beuren e Hein (2009), identificou-se que empresas familiares com estrutura de capital composta, em sua maior parte, por capital próprio obtiveram maiores lucros (provavelmente em virtude de menor quantia de juros). Por outro lado, as empresas que utilizam mais capital de terceiros do que próprio são menos eficientes, aspecto identificado por meio da relação da estrutura de capital com o lucro operacional.

2.3 Demonstração dos Fluxos de Caixa

A DFC, segundo Pivetta (2004), nada mais é do que uma demonstração dinâmica, a qual oferece ao gerente financeiro informações que lhe auxiliarão na tomada de decisões. Além disso, ela também representa a previsão, o controle e registro de entradas e saídas financeiras durante um determinado período, contendo informações sobre a vida financeira da empresa (PIVETTA, 2004).

Para Santos (2001), o fluxo de caixa é um instrumento de planejamento financeiro que proporciona informações sobre a situação em que a empresa se encontra, em termos monetários, em períodos estabelecidos, demonstrando sua capacidade de liquidar suas obrigações financeiras de curto e longo prazo. Além disso, o fluxo de caixa também é útil para planejar a contratação de empréstimos e financiamentos, maximizando o rendimento das aplicações das sobras de caixa, avaliar o impacto financeiro de variações de custos e avaliar o impacto do aumento das vendas.

O formato adotado para a elaboração da DFC é de classificação das movimentações de caixa por grupo de atividades, as quais são: atividades operacionais, atividades de investimento e atividades de financiamento (MARTINS et al., 2013). Quanto aos métodos de apresentação, têm-se o método direto e o método indireto, sendo ressaltado por Marion (2003, p. 431) que:

O Fluxo de Caixa pelo método direto é também denominado Fluxo de Caixa no Sentido Restrito. Muitos se referem a ele como o "verdadeiro Fluxo de Caixa", porque, (...) nele são demonstrados todos os recebimentos e pagamentos que efetivamente concorreram para a variação das disponibilidades no período. Já o Método Indireto é estruturado por meio de um procedimento semelhante ao de DOAR podendo mesmo ser considerado como uma ampliação da mesma. Consiste em estender à análise dos itens não circulante - própria daquele relatório - as alterações ocorridas nos itens não circulantes (passivo e ativo circulante), excluindo, logicamente, as disponibilidades, cuja variação estamos buscando demonstrar.

Segundo Martins et al. (2013), o método direto relata as entradas e saídas brutas de dinheiro dos principais componentes das atividades operacionais, como recebimentos pelas vendas de produtos e serviços e pagamentos a fornecedores e empregados. Ainda de acordo com o autor em epigrafe, o saldo final das operações é o volume líquido de caixa provido pelas operações durante determinado período. Por sua vez, quanto ao método indireto, os autores afirmam que é feita uma conciliação entre o lucro líquido e o caixa gerado pelas operações, e por isso é também conhecido como método da conciliação.

A demonstração financeira em análise pode servir como base para o cálculo de vários indicadores. Os indicadores, sugeridos por Braga e Marques (2001), são divididos em quatro categorias: quocientes de cobertura de caixa, quocientes de qualidade do resultado, quocientes de dispêndio de capital e retornos dos fluxos de caixa, conforme pode ser observado no Quadro 2.

Quadro 2 – Quocientes de cobertura de caixa.

Indicador	Fórmula
Cobertura de juros com caixa	$\text{FCO antes de juros e impostos} / \text{juros}$
Cobertura de dívidas com caixa	$(\text{FCO} - \text{dividendos totais}) / \text{exigível}$
Cobertura de dividendos com caixa	$\text{FCO} / \text{dividendos totais}$

Fonte: Braga e Marques (2001, p.7).

Braga e Marques (2001) relatam que os quocientes de cobertura de caixa possibilitam a avaliação da liquidez do empreendimento. Concernente ao primeiro quociente, leva-se em consideração a dívida total, revelando assim o período necessário de anos que, no nível dos fluxos de caixa atuais, seriam necessários para quitar todo o exigível. O segundo indicador (cobertura de dívidas com caixa) aponta o valor do fluxo líquido de caixa gerado pelas operações (FCO) retido, necessário para cumprir os vencimentos das dívidas dentro do exercício. Ao passo que, o indicador de quociente de cobertura de dividendos com caixa fornece evidência da capacidade de pagar dividendos preferenciais e ordinários atuais com base no FCO normal.

De acordo com Braga e Marques (2001), a segunda categoria de índices em análise corresponde aos indicadores de qualidade do resultado. Estes são elencados por meio dos indicadores: qualidade das vendas e qualidade do resultado, conforme pode-se observar no Quadro 3.

Quadro 3 – Quocientes de qualidade do Resultado

Indicador	Fórmula
Qualidade das vendas	Caixa das vendas / vendas
Qualidade do resultado	FCO / resultado operacional
	FCO antes de juros e impostos / resultado antes de juros, impostos e depreciação

Fonte: Braga e Marques (2001, p.8).

O primeiro indicador desse grupo consiste na qualidade das vendas, que mede a proporção das receitas de vendas convertidas em dinheiro no exercício pelos recebimentos e cobranças de clientes. O segundo indicador consiste em comparar o FCO ao resultado operacional (lucro ou prejuízo operacional líquido), pretendendo fornecer uma indicação de dispersão entre os fluxos de caixa operacionais e os lucros. O terceiro elimina alguns dos principais itens que não afetaram o disponível corrente, contidos na demonstração de resultado (depreciação, variações monetárias e cambiais de longo prazo e impostos diferidos), o que permite uma melhor aproximação do caixa ao resultado das operações regulares da empresa.

Quanto aos indicadores de quocientes de dispêndio de capital, a terceira categoria de indicadores, conforme apresentado no Quadro 3, apresenta outros dois indicadores: aquisições de capital e investimentos/financiamentos.

Quadro 4 – Quocientes de Dispêndios de Capital

Indicador	Fórmula
Aquisições de capital	(FCO – dividendo total) / caixa pago por investimentos de capital
Investimento/ Financiamento	Fluxo de caixa líquido para investimentos / fluxo de caixa líquido de financiamentos
	Fluxo de caixa líquido para investimentos / fluxo de caixa líquido de operações e financiamentos

Fonte: Braga e Marques (2001, p.9).

No primeiro indicador é apontada a habilidade do negócio em atender suas necessidades por dispêndios líquidos de capital sendo calculado por meio da relação entre os fluxos de caixa operacionais retidos de dividendos pagos e as aquisições líquidas de ativos

produtivos, isto é, ativos usados na produção de bens ou serviços pela empresa. O outro indicador compara o caixa consumido ou gerado de investimentos com os demais fluxos de atividades da DFC (BRAGA; MARQUES, 2001).

A última categoria indica os retornos do fluxo de caixa, conforme pode ser observado no Quadro 4, que exhibe os indicadores de fluxo de caixa por ação e os diversos retornos sobre o investimento.

Quadro 5 – Retornos de Fluxo de Caixa.

Indicador	Fórmula
Fluxo de caixa por ação	$(FCO - \text{dividendos preferenciais}) / \text{quantidade de ações ordinárias}$
Retorno do caixa sobre os ativos	$FCO \text{ antes juros e impostos} / \text{ativos totais}$
Retorno sobre passivo e patrimônio líquido	$FCO / (\text{patrimônio líquido} + \text{exigível de longo prazo})$
Retorno sobre o patrimônio líquido	$FCO / \text{patrimônio líquido}$

Fonte: Braga e Marques (2001, p.10).

O fluxo de caixa por ação é calculado como o caixa disponível aos acionistas ordinários dividido pelo número médio ponderado de ações ordinárias em circulação. Portanto, o fluxo de caixa por ação sinaliza o fluxo de caixa operacional atribuível a cada ação ordinária. O retorno do caixa sobre os ativos totais é equivalente ao retorno sobre o investimento total da empresa. O retorno sobre o passivo e PL sinaliza o potencial da empresa de recuperar caixa das operações (do negócio) para os credores e investidores. Analisando o retorno do FCO individualmente com o PL mede-se o potencial da empresa de recuperar caixa dos negócios nos investimentos realizados pelos acionistas (BRAGA; MARQUES, 2001).

Nesta seção abordaram-se pesquisas sobre empresas familiares, endividamento e fluxo de caixa e suas principais características. Com isto obtém-se aporte teórico para o problema de pesquisa proposto no presente estudo. Na próxima seção encontra-se os aspectos metodológicos, que mostram como foi realizado a coleta e a análise dos dados, e posteriormente finaliza-se o trabalho com a conclusão.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Referente ao processo de coleta de dados das empresas, primeiramente verificou-se a partir dos relatórios financeiros as relações familiares, de consanguinidade ou afinidade, entre os membros gestores das entidades listadas na BM&FBOVESPA, por meio do formulário de referência do ano de 2015 encontrado no descritivo assembleia e administração, especificamente no tópico de relações familiares.

Após esta verificação, realizou-se a coleta dos dados no Economática[®] referente às variáveis que iriam compor o indicador de endividamento e os demais indicadores da DFC e das variáveis de controle, para compor os fatores determinantes para o endividamento destas organizações, conforme apontado no Quadro 7. Foram analisadas 285 empresas ao todo, sendo 139 classificadas como familiares e 146 não familiares, conforme pode ser visualizado no Quadro 6.

Quadro 6 – Retornos de Fluxo de Caixa

Número de empresas listadas na BM&FBOVESPA	447
(-) N° de empresas excluídas por pertencerem ao setor financeiro	-122
(-) N° de empresas excluídas por não apresentarem informações no Economática [®]	-40
Total de empresas da amostra	285
Empresas classificadas como empresas familiares	139
Empresas classificadas como empresas não familiares	146

Fonte: elaborado pelo autor

Por objetivar a descrição das características de determinada população ou fenômeno, a pesquisa caracteriza-se como uma pesquisa descritiva. De acordo com Silva (2008, p.59), "a pesquisa descritiva tem como objetivo principal a descrição das características de determinada população ou fenômeno, estabelecendo relações entre variáveis. Os dados coletados nesse tipo de pesquisa possuem técnicas padronizadas, como questionário e a observação sistemática".

Quanto aos procedimentos delineados, a pesquisa pode ser classificada como bibliográfica, uma vez que os dados acerca do problema foram coletados previamente, o que tornou possível o conhecimento sobre a produção científica existente. Este estudo utilizou também a demonstração dos fluxos de caixa disponibilizada no sítio eletrônico da BM&FBOVESPA, o que caracteriza também uma pesquisa documental.

Quanto à análise dos dados, a pesquisa tem natureza quantitativa. Segundo Beuren (2006), a pesquisa quantitativa caracteriza-se pela utilização de instrumentos estatísticos,

tanto na coleta quanto no tratamento dos dados. O Quadro 7 resume as variáveis utilizadas na pesquisa.

Quadro 7 – Variáveis utilizadas na pesquisa.

Variável	Métrica	Sinal Esperado	Fonte
<i>Variáveis dependentes</i>			
Endividamento (end)	O índice de endividamento é medido pela dependência financeira da empresa, confrontando o total de passivos com o total de ativos (ASSAF NETO, 2015). O índice revela a dependência da empresa com relação às suas exigibilidades totais, isto é, dos montantes investidos em seus ativos, e qual a participação dos recursos de terceiros. End = $\frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Ativo Total}}$		Fonte: Economática®
<i>Variáveis independentes</i>			
Empresa familiar – familiar	Variáveis dummy que representam o fato de a empresa ser considerada familiar ou não familiar. Dummy 1: familiar; Dummy 0: não familiar.	(-)	Fonte: Dados de relações familiares, formulário de referência, sítio eletrônico da BM&FBOVESPA.
Cobertura de juros com caixa – cobjurcx	Indica o quanto as saídas de caixa pelos juros são cobertas pelos fluxos de caixa operacionais, excluindo os pagamentos de juros, imposto de renda e contribuição social sobre o lucro. Fórmula: cob_div_caixa = $\frac{\text{FCO antes de juros e impostos}}{\text{Juros}}$	(-)	Fonte: Economática® e dados disponíveis nos relatórios financeiros. Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).
Cobertura de dívidas com caixa – cobdivcx	Identifica a capacidade da empresa de arcar com dívidas, por meio da identificação do quociente do caixa operacional retido (não distribuído) sobre dívidas totais da empresa. Fórmula: cob_div_caixa = $\frac{\text{FCO} - \text{dividendos totais}}{\text{Passivos total}}$	(-)	Fonte: Economática® e dados disponíveis nos relatórios financeiros. Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).
Cobertura de dividendos com caixa – cobdividx	Indica a relação entre o caixa gerado pelas atividades operacionais e dividendos totais pagos. Fórmula: cob_dividx = $\frac{\text{FCO}}{\text{Dividendos totais}}$	(-)	Fonte: Economática® e dados disponíveis nos relatórios financeiros. Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).
Qualidade do resultado – qualires	Indicação da dispersão entre os fluxos de caixa e os lucros divulgados. Verifica o quanto de lucro operacional proporciona caixa. Fórmula: qualires = $\frac{\text{FCO}}{\text{EBITDA}}$	(-)	Fonte: Economática® e dados disponíveis nos relatórios financeiros. Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).
Aquisições de capital – aquicap	Indica a habilidade da empresa de atender às necessidades de investimentos líquidos. Fluxos de caixa operacionais retidos divididos pelas aquisições líquidas de ativos produtivos (imobilizado). Fórmula: aquicap = $\frac{\text{FCO} - \text{dividendo total}}{\text{Caixa pago por investimentos de capital}}$	(-)	Fonte: Economática® e dados disponíveis nos relatórios financeiros. Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).

Investimento /Financiamento – invfin	A relação investimento e financiamento compara os fluxos líquidos que são necessários para finalidades de investimento, com aqueles gerados de financiamento. invfin = $\frac{\text{Fluxo de caixa de investimento}}{\text{Fluxo de caixa de financiamento}}$	(-)	Fonte: Economática® e dados disponíveis nos relatórios financeiros. Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).
<u>Variáveis de Controle</u>			
Caixa líquido gerado (ou consumido) pelas atividades operacionais – fco	Mostra o caixa líquido total gerado ou consumido pelas atividades operacionais.	(-)	Fonte: Economática® e dados disponíveis nos relatórios financeiros.
Tamanho da empresa – tam	O tamanho da empresa é mensurado pelo total dos ativos da empresa no período.	(-)	Fonte: Economática® Estudos anteriores: Bressan et al. (2009).
Lucratividade – lucrat	Relação entre o lucro líquido e receita líquida. Fórmula: lucrat = $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$	(-)	Fonte: Economática® Estudos anteriores: Bressan et al. (2009).
Setor de Atividade –setor	Classificação setorial da empresa. <i>Dummy</i> 1 = Bens Industriais; <i>Dummy</i> 2 = Consumo Cíclico; <i>Dummy</i> 3 = Consumo não Cíclico; <i>Dummy</i> 4 = Financeiro e Outros; <i>Dummy</i> 5 = Petróleo, Gás e Biocombustíveis; <i>Dummy</i> 6 = Saúde; <i>Dummy</i> 7 = Tecnologia da Informação; <i>Dummy</i> 8 = Telecomunicações; <i>Dummy</i> 9 = Utilidade Pública.	(+) ou (-)	Fonte: Dados da companhia, apresentado no sítio eletrônico da BM&FBOVESPA.

Fonte: elaborado pelo autor.

O modelo econométrico a ser testado pode ser visualizado na Equação 1 apresentada na sequência.

Equação 1

$$\text{End}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{familiar}_{it} + \beta_2 \text{cobjurex}_{it} + \beta_3 \text{cobjdivcx}_{it} + \beta_4 \text{cobdividcx}_{it} - \beta_5 \text{qualres}_{it} + \beta_6 \text{aquicap}_{it} + \beta_7 \text{invfin}_{it} + \beta_8 \text{fco}_{it} + \beta_9 \text{tam}_{it} + \beta_{10} i.\text{setor}_{it} + \varepsilon$$

Cumprir destacar que alguns dos indicadores dos fluxos de caixa apresentados no referencial teórico não foram utilizados como variáveis da pesquisa em virtude da indisponibilidade no sistema de coleta de dados que permitissem completar o cálculo da variável. Na próxima seção serão apresentados os resultados da estatística descritiva que permite analisar o comportamento das variáveis e relacioná-las com o modelo de regressão com dados em painel. Serão divulgados também os resultados do teste de regressão em painel.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva dos dados

Na Tabela 1 foi apresentada a estatística descritiva das variáveis qualitativas (familiar, setor e período) seguida das variáveis quantitativas que se referem aos índices e variáveis que refletem montantes monetários. Posteriormente, é apresentado o modelo de regressão linear.

Tabela 1 – Análise descritiva dos dados: variáveis qualitativas

	Média				
	Endiv.	D.Pad.	Freq.	Freq. Rel.	Freq. Acum.
Setor					
1 - bens industriais	0.81	0.99	255	18.3%	18.3%
2 - consumo cíclico	1.21	5.20	392	28.1%	46.4%
3 - consumo não cíclico	0.82	1.32	111	8.0%	54.4%
4 - materiais básicos	0.73	0.56	156	11.2%	65.6%
5 - petróleo, gás e bicomcombustíveis	2.33	7.29	53	3.8%	69.4%
6 – saúde	0.55	0.17	69	5.0%	74.4%
7 - tecnologia da informação	0.57	0.24	39	2.8%	77.2%
8 – telecomunicações	0.64	0.27	30	2.2%	79.3%
9 - utilidade pública	0.67	0.46	288	20.7%	100.0%
Total	0.92	3.18	1393	100.0%	
Familiar					
Empresa familiar	0.67	0.47	677	48.6%	48.6%
Empresa não familiar	1.16	4.40	716	51.4%	100.0%
Total	0.92	3.18	1393	100.0%	
Ano					
2012	1.06	3.38	278	20.0%	20.0%
2013	0.95	4.26	273	19.6%	39.6%
2014	0.93	3.12	281	20.2%	59.7%
2015	0.60	0.53	283	20.3%	80.0%
2016	1.06	3.38	278	20.0%	100.0%
Total	0.92	3.18	1393	100.0%	

Fonte: elaborado pelo autor.

Verificou-se, por meio da Tabela 1, que a maior parte da amostra é formada por empresas do setor de consumo cíclico, seguido por empresas de utilidade pública. Observa-se também que 51,4% são empresas não familiares. No que se refere à média de endividamento, verifica-se que as empresas do setor de petróleo, gás e combustíveis são aquelas com maior endividamento, enquanto as empresas com menor proporção de endividamento são as empresas do setor de saúde. As empresas não familiares apresentaram na média maior grau de endividamento, e o ano de 2015 foi o ano com menor média de endividamento, comportamento diferente do apresentado na análise do modelo econométrico, após a correção dos *outliers*, inferindo ser essa a justificativa para a diferença.

Tabela 2 – Análise descritiva dos dados: variáveis quantitativas

Variáveis	Obs	Média	Mediana	Desvio Pad	Min	Max
End	1393	0.92	0.64	3.18	-4.23	70.37
cobjurcx	1353	7.41	2.42	45.93	-140.66	926.10
cobdivcx	1392	0.06	0.10	3.24	-59.50	60.50
cobdividx	889	1543.45	5.74	19448.98	-26442.60	344453.70
qualires	1310	2.98	1.50	47.18	-308.92	1563.48
aquicap	1266	55.16	-1.45	1752.12	-11751.88	57900.38
Invfin	1353	0.55	0.02	79.51	-1789.00	1551.09
fco (em mil R\$)	1377	906.69	156.39	2,241.46	-337.18	16,100.00
Lucrat	1322	-0.20	0.03	1.57	-12.23	3.27
tam (em mil R\$)	1393	9,028.47	2,477.94	20,000.00	8.42	145,000.00

Fonte: elaborado pelo autor.

Por meio da mediana, verificou-se que as empresas possuem aplicações de ativos com uma dependência de 64% de recursos originados de terceiros. Para cada R\$1,00 pago em juros, as atividades operacionais geram R\$2,42 de caixa livre, e a cada 0,41 período os juros são cobertos pelo caixa. As empresas, por meio da análise da mediana, não conseguem cobrir com o caixa do período todas suas dívidas, cobrindo apenas 10% delas, levando 10 períodos para quitar todas as dívidas.

4.2 Análise do modelo de regressão com dados em painel

O modelo de regressão linear, foi utilizado em concordância aos pressupostos apresentados por Fávero et. al (2014). O teste Ladder, foi adotado para que fosse evitado problemas nos resultados das variáveis, proporcionando os dados verídicos. A técnica de winsorização para o tratamento dos *outliers*, foi utilizada para que as amostras apontassem uma distribuição normal.

Posteriormente ao teste Ladder e a winsorização, utilizou-se os dados das empresas com a posterior identificação dos graus de relação entre as variáveis, de acordo com a classificação de Hair Junior et al. (2005), para testar se as variáveis são seguramente correlacionadas entre si. Assim, antecipadamente à regressão, fez-se um teste de correlação das variáveis, para perceber a ausência de relação entre as variáveis ou a multicolinearidade entre elas. Verificou-se por meio do teste de correlação que não há variáveis independentes com alto nível de correlação.

Primeiramente, foi testada a regressão por mínimos quadrados generalizados (GLS) com dados em painel (efeitos aleatórios), considerando o nível do endividamento como variável dependente. Em relação às variáveis independentes, foram utilizadas: o fato da empresa ser familiar ou não e os indicadores do fluxo de caixa; e como variáveis de controle,

foram utilizadas as variáveis mais relevantes reconhecidas pela literatura como explicativas para o endividamento. O modelo com dados em painéis e as variáveis adotadas são divulgados na Tabela 3.

Tabela 3 – Modelo de Regressão múltipla

Regressão Mín. Quad. Generalizados (GLS)				Nº observ.	791	
Dados em Painel - Efeitos Aleatórios				Nº grupos:	203	
Grupo de variáveis: empresas				obs por grupo:		
R-sq:				Mínimo:	1	
dentro: 0.047				Média:	3.9	
entre: 0.232				Máximo:	5	
no geral: 0.175				Qui² Wald (18):	93.27	
corr(u_i, x) = 0 (assumido)				Prob > Qui²:	0.000	
Endividamento	Coef.	Erro Padrão Robust.	t	P>t	95% Intervalo Confiança	
familiar	- 0.021	0.021	- 1.040	0.301	- 0.062	0.019
Cobertura de caixa						
cob_jur_cx	- 0.000	0.000	- 0.110	0.912	- 0.000	0.000
cob_div_cx	- 0.126	0.023	- 5.380	0.000	- 0.172	- 0.080
cob_divid_cx	- 0.000	0.000	- 0.480	0.630	- 0.000	0.000
Qualidade do Resultado						
quali_result	0.003	0.002	1.180	0.239	- 0.002	0.007
Dispêndios de Capital						
aqui_cap	0.000	0.000	0.420	0.672	- 0.000	0.000
inv_fin	0.000	0.000	0.760	0.450	- 0.000	0.001
Variáveis de Controle						
fco	- 0.000	0.000	- 1.470	0.141	- 0.000	0.000
tam	0.038	0.007	5.550	0.000	0.025	0.051
lucrat	- 0.061	0.021	- 2.930	0.003	- 0.101	- 0.020
setor						
2 - consumo cíclico	- 0.069	0.028	- 2.510	0.012	- 0.123	- 0.015
3 - consumo não cíclico	- 0.059	0.042	- 1.410	0.158	- 0.142	0.023
4 - materiais básicos	- 0.087	0.038	- 2.280	0.022	- 0.162	- 0.012
5 - petróleo, gás e biocombustíveis	- 0.096	0.067	- 1.430	0.154	- 0.228	0.036
6 - saúde	- 0.048	0.043	- 1.110	0.265	- 0.133	0.037
7 - tecnologia da informação	- 0.052	0.060	- 0.870	0.385	- 0.170	0.066
8 - telecomunicações	- 0.124	0.069	- 1.810	0.071	- 0.259	0.011
9 - utilidade pública	- 0.062	0.031	- 1.970	0.049	- 0.124	- 0.000
cons	0.122	0.103	1.180	0.236	- 0.080	0.324

Fonte: elaborado pelo autor.

O teste Wald resultou em uma estatística de 93,27 que retornou um p-valor de 0,0000 inferior a 0,01. Esse resultado conduz à rejeição da hipótese nula de que todos os parâmetros sejam estatisticamente iguais a zero, ou seja, de que existe pelo menos um coeficiente das variáveis explicativas que é estatisticamente significativo a 5%. O R² apresentou que as variáveis independentes explicam 17,50% da variável dependente.

Notou-se que, a um nível de significância de 5%, as variáveis cobertura de dívidas com caixa, o tamanho da empresa, o fato de estar listada nos setores consumo cíclico e materiais básicos e, a lucratividade, explicam a variação no endividamento da empresa. O fato de ser uma empresa familiar não se apresentou estatisticamente significativa a 10% (p-valor inferior a 0,10), não interferindo na explicação da variação no endividamento.

De acordo com o modelo em análise, os índices de cobertura de dívidas com caixa são inversamente proporcionais ao endividamento da empresa, isso acontece devido ao aumento deste índice representar a capacidade de a empresa gerar caixa das operações, pagar dividendos e ainda sobrar recursos para pagar dívidas, ou seja, quanto maior sua proporção, menor a necessidade de a empresa necessitar de recursos de terceiros. Tais análises corroboram a Teoria de Hierarquização de Fontes de Financiamento (*Pecking Order Theory*), que defende que a estrutura de capital das empresas decorreriam de um processo de *funding* hierarquizado, no qual as empresas obedeceriam a uma hierarquia com relação à utilização ou captação de recursos, iniciando-se pelos fundos gerados internamente estando no topo das preferências, seguidos da emissão de debêntures e finalmente da emissão de ações como último recurso (MEDEIROS; DAHER, 2005).

Quanto ao fato de a empresa ser considerada familiar, isso não interfere na média de endividamento das empresas, ou seja, ter graus de parentescos na administração não significa captar mais ou menos recursos por meio de investimentos próprios ou de terceiros, contrariando os estudos de Scarpin, Almeida e Machado (2012) e de Oro, Beuren e Hein (2009).

Nota-se que a cada aumento na lucratividade, reduz-se o nível de endividamento, uma vez que, a empresa em cenário de aumento da lucratividade tende a aumentar os seus recursos e a reduzir a necessidade de captar recursos de terceiros. Isso corrobora o efeito esperado da lucratividade no endividamento, diante da teoria do Pecking Order, conforme exposto por Bressan et al. (2009).

Ao passo que, quanto maior é a empresa, maior é o respectivo grau de endividamento, entende-se que o tamanho da empresa pode refletir o seu crescimento, sendo que é muito comum às empresas em crescimento captar recursos de terceiros. Alinhados aos estudos de Rajan e Zingales (1995), os quais relatam que as empresas maiores são mais endividadas, e as mais lucrativas possuem endividamento mais baixo. Esse resultado, por outro lado, contraria a teoria do Pecking Order e está alinhado à teoria do Tradeoff, conforme apontado por Bressan et al. (2009). Bressan et al. (2009) consideram que, na perspectiva da teoria do Tradeoff, a

empresa em condições de endividamento goza de benefícios tributários que influenciam o valor da firma, por isso pode ocorrer essa relação entre o tamanho o endividamento.

Referente às empresas pertencentes ao setor de consumo cíclico ou materiais básicos, mostram-se com o nível de menor endividamento, mostrando que as empresas desse setor tendem a ser menos endividadas, provavelmente em ser empresas com investimentos em negócios e moedas estrangeiras, uma vez que enquanto no Brasil nos anos analisados se passava por crise financeira, o que desvalorizava a moeda local, fora do país a moeda se valorizava, portanto este pode ser um dos fatores que explicam menor endividamento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa buscou identificar e estabelecer os determinantes do endividamento por meio da análise dos indicadores do fluxo de caixa das empresas familiares listadas na BM&F BOVESPA. Primeiramente, verificou-se a partir dos relatórios financeiros as relações familiares, de consanguinidade ou afinidade, entre os membros gestores das entidades, por meio do formulário de referência do ano de 2015 encontrado no descritivo assembleia e administração, especificamente no tópico de relações familiares.

Foram realizados testes estatísticos quanto à análise descritiva e modelo de dados em painel. Os resultados demonstraram que além das variáveis que constam na pesquisa associadas ao endividamento, observou-se que os indicadores de Fluxos de Caixa também possuem potencial em explicar o grau de endividamento das empresas, condizendo com a proposta do presente estudo.

Foi constatado que as empresas possuem aplicações de ativos com uma dependência de 64% de recursos originados de terceiros, por meio da mediana. Observou-se que as empresas do setor de petróleo, gás e combustíveis são aquelas com maior endividamento, enquanto as empresas com menor proporção de endividamento são as empresas do setor de saúde. As empresas não familiares apresentaram na média maior grau de endividamento, e o ano de 2015 foi o ano com menor média de endividamento.

Referente ao fato da empresa ser considerada uma empresa familiar, não caracteriza uma maior ou menor captação de recursos por meio de investimentos próprios ou de terceiros.

A principal contribuição do estudo fundamenta-se no processo de gestão nas empresas familiares em geral, devido a evidenciação dos determinantes de endividamento para esse tipo

de organização, destacando o papel da gestão do caixa para inibir a circunstância de endividamento das empresas.

Mesmo com o necessário rigor metodológico da pesquisa, devem ser observadas as limitações, dentre elas, a restrição quanto á bibliografias para fundamentar o trabalho, sendo que a análise foi realizada com apenas um índice. Sugere-se, para futuros estudos, a investigação de quais fatores levam as empresas a se endividarem, bem como ampliar a amostra a diversos indicadores financeiros e administrativos.

REFERÊNCIAS

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. **Administrative Science Quarterly**, v. 49, n. 2, p. 209, jun., 2004.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços**: um enfoque econômico-financeiro. 11 ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BEUREN, I. M (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006

BM&FBOVESPA, **Relatórios financeiros** http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/ . Disponível em: < www.bmfbovespa.com.br >. Acesso em: 23 de Agosto, 2017.

BRAGA, R; MARQUES, J. A. V. C. Avaliação da Liquidez das Empresas Através da Análise da Demonstração de Fluxos de Caixa. **Revista Contabilidade & Finanças**, FIPECAFI - FEA- USP, São Paulo - SP, v. 14, n. 25, p. 6-23, jan./abr., 2001.

BRESSAN, V. G. F.; LIMA, J. E.; BRESSAN, A. A.; BRAGA, M. J. Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, Piracicaba, v. 47, n. 1, p. 89-122, 2009.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. **Métodos Quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FIEGENER, M. K. Locus of ownership and family involvement in small private firms. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 2, p. 1467, 2010.

HAIR, J. F. JR.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookmann, 2005.

IESS, **Como a crise econômica afeta a saúde dos brasileiros**, Brasília: IESS, 2016. Disponível em: <www.editoraroncarati.com.br/v2/Artigos-e-Noticias/Artigos-e-Noticias/Como-a-crise-economica-afeta-a-saude-dos-brasileiros.html>. Acesso em: 23 de set., 2017.

LAUREANO, G. L. Endividamento das Operadoras e Seguradoras de Saúde Suplementar no Brasil. In: Encontro da ANPAD, 32, 6 a 10 de setembro de 2008, Rio de Janeiro/RJ. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

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

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

MARION, J. C. **Contabilidade empresarial**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. dos; IUDÍCIBUS, S. de. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2013.

MEDEIROS, O. R. D.; DAHER C. E. Testando a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresas brasileiras. **Revista de contabilidade finanças**. São Paulo, v. 16, n. 37, jan./abr., 2005.

NOBRE, L. H.; CÂMARA, S. F.; GUIMARÃES JR., F. R. F. Os níveis de endividamento das pequenas e médias empresas brasileiras são determinados por sua estrutura de capital? In: ENEGEP, 26, Fortaleza, 2006. **Anais...** Fortaleza: ABEPRO, 2006.

OLIVEIRA, D. P. R. **Empresa familiar**: como fortalecer o empreendimento e otimizar o processo sucessório. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ORO, I. M.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Análise da relação entre a estrutura de capital e o lucro operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, v. 20, n. 1, jan./mar., 2009, p. 67-94.

PATON, C.; SLEWINSKI, E. Análise dos indicadores de desempenho econômico-financeiros das empresas listadas na BM&F Bovespa do segmento de calçados com base nas suas Demonstrações de Fluxos de Caixa. **Revista de Estudos Contábeis**, Londrina, v. 2, n 3, p. 74-89, jul./dez., 2011.

PIVETTA, G. A utilização do fluxo de caixa nas empresas: um modelo para a pequena empresa. **Revista Eletrônica de Contabilidade**, Santa Maria-SC, v. 1, n. 02, dez., 2004.

RAJAN, R. G. e ZINGALES, L. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. **Journal of Finance**, n. 50, p. 1421-1460, 1995.

ROSSATO NETO, F. J.; CAVEDON, N. R. Empresas familiares: desfilando seus processo sucessório. **Cadernos EBAPE**, v. 2, n. 3, dez., 2004.

SANTOS, E. O. **Administração Financeira da Pequena e Média Empresa**. São Paulo: Atlas, 2001.

SCARPIN, J. E.; ALMEIDA, D. M.; MACHADO, D. G. Endividamento e lucratividade: um estudo em empresas familiares e não familiares que compõem o índice IBRX-100 da BM&FBOVESPA. **Revista Ambiente Contábil**, UFRN, Natal, RN, v. 4. n. 2, p. 93–109, jul./dez., 2012.

SEBRAE. **Cenário Econômico e Social, Brasília**: Sebrae, 2014. Disponível em: <www.sebrae.com.br>. Acesso em: 11, out., 2017.

SEBRAE. **As características de negócios familiares**, Brasília: Sebrae, 2016. Disponível em: <www.sebrae.com.br>. Acesso em: 15 set., 2017.

SILVA, A. C. R. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade**. 2ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SILVA, A. F.; VALLE, M. R. Análise da Estrutura de Endividamento: um Estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras e Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n. 1, jan./mar., 2008.

SOUSA, A. S. et al. Gestão financeira em empresa familiar de pequeno porte do ramo de roupas em embu das artes. **Revista de Administração**, São Paulo-SP, v. 13, n. 23, dez., 2015.

SOUZA, L. O. et. al. **Empresa familiar e a importância do planejamento para o processo sucessório**. 2012, 13 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização) – Tecnologia em Gestão Empresarial, Faculdade de Tecnologia, Cruzeiro, 2012.

SPADIN, C. E. A Importância da Demonstração dos Fluxos de Caixa Enquanto Instrumento Gerencial para a Tomada de Decisão. **Revista de Ciências Gerenciais**, Anhanguera Educacional, v. 12, n. 14, 2008. Disponível em: <<http://sare.unianhanguera.edu.br/index.php/rcger/article/viewFile/119/117>>. Acesso em: 15 out. 2017.

STULZ, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of financial Economics**, v. 26, n. 1, 1990.

