



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

INSTITUTO DE INVESTIGAÇÃO E FORMAÇÃO AVANÇADA

Programa de Doutoramento em Gestão

Ramo de Especialização de Finanças

**IMPACTO DA PROPRIEDADE FAMILIAR DO CAPITAL NO PROCESSO DE
DECISÃO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS PORTUGUESAS**

Tese de Doutoramento sob a orientação do

Professor Doutor Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva

Departamento de Gestão – Universidade de Évora

e do

Professor Doutor Joaquim José dos Santos Ramalho

Departamento de Economia – Universidade de Évora

Rui Manuel Sobral Rita

Évora – 2011

Às minhas filhas, Catarina e Mariana

Aos meus pais, José e Adelina

À minha esposa Mónica

e à memória do meu irmão Nuno

AGRADECIMENTOS

A realização da presente tese permitiu-me desenvolver um trabalho de investigação que não seria possível sem o apoio de inúmeras pessoas e instituições, a quem não quero deixar de demonstrar o meu profundo reconhecimento e gratidão.

Em primeiro lugar, aos Professores Doutores Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva e Joaquim José dos Santos Ramalho, o meu franco e sentido agradecimento pela disponibilidade manifestada para a orientação desta tese, desde a sua génese até à sua conclusão, pelas sugestões, críticas, correcções e contribuições fornecidas, pelo seu empenho e incentivo para a realização deste trabalho de investigação e pela amizade. Desde já, gostaria de ressaltar que os Professores Jacinto Vidigal e Joaquim Ramalho não têm quaisquer responsabilidades nas limitações deste estudo, nas opiniões formuladas e erros existentes.

À Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal (ESCE/IPS), agradeço pelo apoio financeiro, científico e logístico e a disponibilidade facultada para a realização desta tese e do Programa de Doutoramento em Gestão na Universidade de Évora.

À Universidade de Évora (UE), agradeço a oportunidade de ter frequentado o Programa de Doutoramento em Gestão – Ramo de Finanças e da realização deste trabalho de investigação.

Um agradecimento franco e muito sentido à minha família, em especial, à minha filha Catarina, a quem peço perdão pelo tempo e atenção que lhe privei durante a realização desta tese. E à minha esposa e pais pelo incentivo que me foram transmitindo ao longo destes últimos anos.

ÍNDICE

ÍNDICE DE TABELAS	iv
LISTA DE ABREVIATURAS	vi
RESUMO	vii
ABSTRACT	viii

CAPÍTULO I

INTRODUÇÃO

I.1. Introdução	1
I.2. Definição de Empresa Familiar	2
I.3. Definição do Tema e Relevância do Estudo	3
I.4. Objectivos da Dissertação e Principais Contribuições	5
I.5. Organização do Estudo	10

CAPÍTULO II

TEORIAS E EVIDÊNCIAS SOBRE EMPRESAS FAMILIARES E ESTRUTURA DE CAPITAIS

II.1. Introdução	12
II.2. As Teorias Tradicionais da Estrutura de Capitais	12
II.3. A Propriedade Familiar e a Decisão de Estrutura de Capitais	15
II.3.1. A Propriedade Familiar como Factor Determinante da Decisão de Financiamento	15
II.3.2. A Teoria da Agência no Contexto das Empresas Familiares	21
II.3.3. A Teoria da <i>Pecking Order</i> no Contexto das Empresas Familiares	24
II.4. A Propriedade Familiar e a Escolha das Fontes de Dívida	27
II.5. A Propriedade Familiar e a Maturidade da Dívida	31

II.6. A Propriedade Familiar e o Acesso à Dívida	35
II.7. Metodologias Utilizadas no Estudo da Estrutura de Capitais	42
II.8. Resumo	46

CAPÍTULO III

DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

III.1. Introdução	48
III.2. Impacto do Controlo Familiar sobre a Decisão de Estrutura de Capitais	48
III.3. Impacto do Controlo Familiar sobre a Escolha das Fontes de Dívida	52
III.4. Impacto do Controlo Familiar sobre a Maturidade da Dívida	55
III.5. Impacto do Controlo Familiar sobre o Acesso à Dívida	60
III.6. Resumo	62

CAPÍTULO IV

AMOSTRA E METODOLOGIAS

IV.1. Introdução	63
IV.2. Selecção e Caracterização da Amostra	63
IV.2.1. Selecção da Amostra	63
IV.2.2. Caracterização da Amostra	66
IV.2.3. Caracterização Financeira das Empresas da Amostra	69
IV.3. Modelos Econométricos	80
IV.3.1. Modelo da Estrutura de Capitais	80
IV.3.2. Modelo da Escolha das Fontes de Dívida	83
IV.3.3. Modelo da Maturidade da Dívida	84
IV.3.4. Modelo do Acesso à Dívida	87
IV.4. Variáveis Representativas das Características das Empresas	91

IV.4.1. Variáveis para os Testes de Hipóteses	91
IV.4.2. Variáveis de Controlo	92
IV.5. Análise Descritiva das Variáveis	96
IV.6. Resumo	104

CAPÍTULO V

ESTIMAÇÃO DOS MODELOS E ANÁLISE DOS RESULTADOS

V.1. Introdução	107
V.2. Impacto do Controlo Familiar sobre a Decisão de Estrutura de Capitais	107
V.3. Impacto do Controlo Familiar sobre a Escolha das Fontes de Dívida	113
V.4. Impacto do Controlo Familiar sobre a Maturidade da Dívida	117
V.4.1. Impacto do Controlo Familiar sobre a Decisão de Escolha da Maturidade da Dívida	118
V.4.2. Impacto do Controlo Familiar sobre a Proporção da Dívida de Longo Prazo	122
V.4.3. Impacto do Controlo Familiar sobre o Uso e a Proporção da Dívida Bancária de Longo Prazo	127
V.5. Impacto do Controlo Familiar sobre o Acesso à Dívida	130
V.6. Resumo	138

CAPÍTULO VI

CONCLUSÕES E DESENVOLVIMENTOS FUTUROS

VI.1. Conclusões	141
VI.2. Desenvolvimentos Futuros	146

BIBLIOGRAFIA.....	147
--------------------------	------------

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela nº 4.1 – Amostra	65
Tabela nº 4.2 – Distribuição das Empresas por Classes Dimensionais	66
Tabela nº 4.3 – Distribuição das Empresas por Sectores de Actividade	67
Tabela nº 4.4 – Distribuição das Empresas por Classes Etárias.....	69
Tabela nº 4.5 – Estrutura de Capitais e a Maturidade da Dívida	70
Tabela nº 4.6 – Dimensão, Estrutura de Capitais e a Maturidade da Dívida	71
Tabela nº 4.7 – Sector de Actividade, Estrutura de Capitais e a Maturidade da Dívida	73
Tabela nº 4.8 – Fontes Financeiras de Financiamento	74
Tabela nº 4.9 – Fontes Financeiras de Financiamento por Dimensão	75
Tabela nº 4.10 – Influência dos Rácios Nulos de Dívida Bancária	76
Tabela nº 4.11 – Influência dos Rácios Nulos de <i>Leasing</i>	78
Tabela nº 4.12 – Maturidade da Dívida Bancária e do <i>Leasing</i>	79
Tabela nº 4.13 – Estrutura de Capitais e o Uso de Dívida Bancária	79
Tabela nº 4.14 – Medidas da Estrutura de Capitais (apenas com valores contabilísticos)	81
Tabela nº 4.15 – Medidas da Estrutura de Capitais nos Estudos das Empresas Familiares.....	82
Tabela nº 4.16 – Variáveis Representativas da Existência de Restrições de Financiamento ...	89
Tabela nº 4.17 – Variáveis Independentes de Controlo	92
Tabela nº 4.18 – Estatísticas Descritivas das Variáveis	97
Tabela nº 4.19 – Estatísticas Descritivas das Variáveis por Classe Dimensional.....	98
Tabela nº 4.20 – Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes e a Dívida Bancária.	101
Tabela nº 4.21 – Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes, a Classe Dimensional e o Uso da Dívida Bancária	103
Tabela nº 5.1 – Modelos de Regressão para Dados Fraccionários – Dívida Total	109
Tabela nº 5.2 – Modelos de Regressão para Dados Fraccionários – Passivo Total.....	110
Tabela nº 5.3 – Modelos Multinomiais – Fontes de Dívida.....	114

Tabela nº 5.4 – Modelos Multinomiais – Maturidade da Dívida	119
Tabela nº 5.5 – Modelos de Regressão para Dados Fraccionários – Maturidade da Dívida Bancária	123
Tabela nº 5.6 – Modelos de Regressão para Dados Fraccionários – Maturidade do <i>Leasing</i>	124
Tabela nº 5.7 – Modelos de Regressão a Duas Partes para Dados Fraccionários – Uso e Proporção da Dívida Bancária de MLP	128
Tabela nº 5.8 – Modelos Bivariados - Dívida Bancária Total – Abowd e Farber (1982).....	132
Tabela nº 5.9 – Modelos Bivariados - Dívida Bancária Total - Poirier (1980)	133
Tabela nº 5.10 – Modelos Bivariados - <i>Leasing</i> Total – Abowd e Farber (1982)	135
Tabela nº 5.11 – Modelos Bivariados - <i>Leasing</i> Total – Poirier (1980)	136

LISTA DE ABREVIATURAS

APEF – Associação Portuguesa de Empresas Familiares

BAN – Dívida Bancária

CE – Comissão Europeia

CEO – Chief Executive Officer

CP – Curto Prazo

EBIT – Earnings Before Interests and Taxes

EBITDA – Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization

FRM – Fractional Regression Model

I&D – Investigação e Desenvolvimento

INE – Instituto Nacional de Estatística

LEA - Leasing

MLP – Médio e Longo Prazo

MM – Modigliani e Miller

MW – Mann-Whitney

NACE – Nomenclatura das Actividades Económicas da Comunidade Europeia

OLS – Ordinary Least Squares

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e Médias Empresas

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SOC – Dívida a Sócios

TOT - Total

RESUMO

Esta tese tem por objectivo identificar o impacto do controlo familiar do capital das empresas sobre a decisão de financiamento. Neste trabalho observou-se que este factor determina a decisão de financiamento em quatro fases. Entre as empresas com as mesmas características de controlo, as empresas familiares tendem a apresentar um maior nível de dívida e maior probabilidade de escolher a utilização de dívida bancária e *leasing* comparativamente às empresas não familiares. Estas diferenças tornam-se significativas quando se introduz a classe dimensional. As empresas familiares apresentam uma maior propensão para deter mais dívida de longo prazo comparativamente às suas congéneres não familiares. Contudo, são as empresas familiares de menores dimensões a apresentarem maiores restrições no acesso à dívida. A classe dimensional e sector de actividade determinam a forma como a propriedade familiar influencia a decisão de financiamento. Assim, comprovou-se a tese da propriedade familiar determinar a decisão de financiamento das empresas.

PALAVRAS-CHAVE: Empresa Familiar, Dimensão, Sector de Actividade, Dívida, Maturidade, Restrições.

**THE IMPACT OF FAMILY CONTROL ON THE FINANCING DECISIONS OF
PORTUGUESE FIRMS**

ABSTRACT

The aim of this thesis is to investigate the impact of family control on the financing decisions. This work concluded that family control on the firm's equity determines the financing decisions in four phases. Among the companies with the same characteristics of control, family firms tend to have a higher level of debt and are more likely to choose the use of bank debt and leasing compared to non-family firms. These differences become significant when introducing different size classes. Family firms show a greater propensity to hold more long-term debts compared to their non-family counterparts. However, a smaller family firm reveals more constraints on access to debt. The size class and the business sectors determine how family ownership influences the financing decision on the enterprises. Thus, the thesis that family ownership determines the firm's financing decision is proven.

KEYWORDS: Family Firm, Size, Business Sector, Debt; Maturity, Constraints.

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

I.1. Introdução

Este trabalho de investigação tem por objectivo identificar o impacto da propriedade ou controlo familiar do capital das empresas sobre diversos aspectos ligados ao seu financiamento. Com efeito, dadas as suas características claramente distintivas, é possível que o processo de financiamento das empresas de natureza familiar se possa efectuar de um modo distinto das outras empresas. De entre a variedade de características únicas das empresas familiares, podem-se destacar as seguintes: (i) nas empresas familiares existe uma clara relação entre a família e as operações do negócio, verificando-se uma sobreposição de papéis entre ser um membro familiar e um elemento da gestão da empresa; (ii) a personalização do negócio familiar é transitada para as relações de negócio (com clientes, fornecedores, credores, entre outras) (Harvey e Evans, 1995), e (iii) a hierarquização dos objectivos pelos proprietários das empresas familiares, e a sua gestão, são, provavelmente, distintas das efectuadas pelos proprietários das restantes empresas, já que, entre outros aspectos, existe geralmente uma preocupação com a transferência do negócio às gerações seguintes.

Tendo por base as características das empresas familiares referidas, a literatura financeira dedicada ao seu estudo define as famílias como uma classe especial de accionistas, que se distinguem de outros tipos de accionistas por dois motivos principais. Em primeiro lugar, têm maiores benefícios privados do controlo, isto é, têm um incentivo mais forte para manterem o controlo das suas empresas. Em segundo lugar, dado manterem uma elevada percentagem da sua riqueza investida nas empresas, as famílias tendem a apresentar maior aversão ao risco comparativamente a outros accionistas (Gallo et al, 2004; Mahéroult, 2004; López-Gracia e Sánchez-Andújar, 2007). Claramente, todas as características apontadas podem gerar atitudes particulares das empresas familiares em relação à sua estratégia de financiamento (López-Gracia e Sánchez-Andújar, 2007).

De seguida, procede-se à definição de empresa familiar, define-se com maior detalhe o tema desta tese e sua relevância e indicam-se os seus principais objectivos e contribuições. Este capítulo introdutório termina com uma breve descrição da forma como a tese se encontra estruturada.

I.2. Definição de Empresa Familiar

A definição de empresa familiar tem sido uma das principais questões a que a literatura das empresas familiares tem procurado dar resposta. No entanto, ainda permanece alguma dificuldade na formulação de uma definição consensual entre os diversos investigadores desta área. Uma das razões apontadas para esta dificuldade é a heterogeneidade das empresas sob influência da família (Christman et al, 2005; Westhead e Howorth, 2007). No entanto, é consensual que a definição de empresa familiar deve captar a sua singularidade porque é esta particularidade que torna relevante o estudo deste tipo de empresas. A singularidade das empresas familiares emerge da forma como a propriedade, a governação, a gestão e a sucessão influenciam a formulação e a implementação dos objectivos, da estratégia e da estrutura da empresa (Lansberg, 1983; Chua et al, 1999).

Neste sentido, Westhead e Cowling (1998) identificaram quatro elementos essenciais para a classificação das empresas familiares: o reconhecimento da empresa como familiar pelo gestor principal; a maioria da propriedade pertencer ao maior grupo familiar relacionado por laços de sangue ou de casamento; a equipa de gestão ser, principalmente, constituída por membros do grupo familiar dominante e proprietário do negócio; e, por fim, a empresa ter passado por um processo de sucessão entre os membros do grupo familiar dominante. Segundo os autores, a combinação de dois, ou mais, dos elementos anteriormente referidos, determina a classificação de uma empresa como familiar. Assim, em trabalho aplicado, a definição de empresa familiar que tem sido mais utilizada é a seguinte: são consideradas como familiares as empresas detentoras de duas características simultâneas - o maior grupo familiar relacionado por laços de sangue ou de casamento deter mais de 50% dos votos e o gestor principal reconhecer a empresa como familiar (Sonfield e Lussier, 2004, Poutziouris et al, 2006).

Em função das limitações informativas associadas à base de dados utilizada neste estudo, já anteriormente expressas por López-Gracia e Sánchez-Andújar (2007)¹ (por exemplo, a mesma não possui informações sobre a estrutura de gestão da empresa), a definição de empresa familiar adoptada nesta tese corresponde à utilizada por estes autores, considerando-se a propriedade como critério principal para seleccionar as empresas familiares (mais de 50% do capital estar na posse de um indivíduo ou família). Desta forma, as empresas objecto de

¹ Estes autores utilizaram a SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, gerida pela Informa,S.A. e BvD, para recolherem uma amostra de empresas espanholas. A mesma base, que é descrita em pormenor no capítulo 4, foi adoptada neste estudo mas para o caso português.

estudo são as empresas de propriedade familiar, doravante designadas por empresas familiares.

I.3. Definição do Tema e Relevância do Estudo

As empresas familiares assumem uma grande importância na economia mundial pela influência que têm na criação de emprego e de riqueza em muitos países (Schulze et al, 2001), representando, em geral, cerca de dois terços das entidades económicas privadas. Além disso, a maioria das novas empresas emergentes é familiar (Westhead e Howorth, 2007). Na Europa Ocidental, as empresas familiares representam 75% a 95% das empresas registadas (Lank, 1995). No caso português, segundo a Associação Portuguesa das Empresas Familiares (APEF), as empresas familiares representam 80% do tecido empresarial, 60% do produto interno bruto e 50% do emprego. Segundo Neubauer e Lank (1998), são as empresas familiares que possuem maior impacto no crescimento das economias como produtoras, empregadoras e inovadoras. A sua sobrevivência e desenvolvimento têm um profundo impacto no progresso das economias locais e na coesão social. Assim, para estimular a competitividade, a criação de riqueza e de emprego, os responsáveis pelas políticas económicas nacionais deverão conhecer a forma como as empresas familiares se comportam e a sua performance financeira e económica (Ward e Aronoff, 1995).

Apesar da sua clara importância na economia da maioria dos países, na literatura financeira existe uma forte lacuna ao nível de contributos teóricos e empíricos sobre o modo como o factor propriedade familiar, e as suas especificidades, determinam o processo de decisão de financiamento. No entanto, o tipo de propriedade e/ou controlo da empresa, em termos gerais, têm sido mencionados na literatura financeira como factores determinantes no processo de decisão de financiamento (La Porta et al, 1999; Friend e Lang, 1988; Brailsford et al, 2002). Assim, o estudo do processo da decisão de financiamento das empresas familiares tem vindo a emergir como objecto de investigação (López-Gracia e Sánchez-Andújar, 2007; Blanco-Mazagatos et al, 2007; Gallo et al, 2004), existindo, contudo, uma grande necessidade de clarificação sobre a forma como esta decisão é tomada neste tipo de empresas.

Este trabalho pretende contribuir para a literatura financeira através do estudo da decisão de financiamento das empresas familiares. Desta forma, o tema ou o problema a estudar nesta tese consiste na avaliação do modo como a propriedade familiar do capital das empresas afecta o processo da decisão de financiamento e, eventualmente, o diferencia das restantes

empresas (doravante, designadas por empresas não familiares). Esta avaliação será realizada em quatro contextos. No primeiro, procura-se comprovar o factor propriedade familiar como factor relevante e influente na decisão sobre a estrutura de capitais das empresas. No segundo, procura-se identificar o modo como o factor propriedade familiar influencia a escolha das fontes de dívida. No terceiro, procura-se identificar o modo como o factor propriedade familiar afecta a decisão sobre a estrutura da dívida, isto é, sobre a maturidade da dívida. Por fim, no quarto contexto procura-se identificar a forma como a propriedade familiar condiciona o acesso à dívida. Desta forma, pretende-se formular a seguinte tese: a propriedade familiar do capital das empresas afecta o processo de decisão sobre a estrutura de capitais, a escolha das fontes de dívida, a maturidade destes fundos e a forma de acesso ao mercado financeiro.

Esta tese procura comprovar que uma maior clarificação do processo de financiamento das empresas será alcançada considerando o factor propriedade familiar como relevante na determinação da decisão de financiamento, em conjunto com outros factores sugeridos na literatura financeira (nomeadamente, pelas teorias clássicas da estrutura de capitais e pelas teorias emergentes relativamente à particularidade das empresas familiares). Paralelamente, nesta tese também se procura apresentar a forma como os factores dimensão e sector de actividade, associados à propriedade familiar, influenciam o processo de decisão de financiamento.

Com efeito, a influência do factor dimensão sobre o processo da decisão de financiamento das empresas também não se encontra totalmente clarificada na literatura financeira. A maioria dos trabalhos empíricos anteriores está centrada no estudo das pequenas e médias empresas (PME's) como grupo uniforme, ignorando que diferentes factores podem afectar a decisão de financiamento de empresas de diferentes dimensões (Ramalho e Silva, 2009). Nos trabalhos empíricos também é recorrente considerar apenas PME's ou grandes empresas (e.g. Ebben e Johnson, 2006; Cassar e Holmes, 2003; Hall et al, 2000; López-Gracia e Aybar-Arias, 2000; Chittenden et al, 1996), o que dificulta a realização de análises comparativas directas entre empresas de diferentes dimensões. Além disso, os estudos sobre o processo de financiamento de empresas de menor dimensão, particularmente micro empresas, também rareiam na literatura financeira, sendo os trabalhos de Ramalho e Silva (2009), Akyüz et al (2006), Cassar e Holmes (2003) e López-Gracia e Aybar-Arias (2000), provavelmente, as únicas excepções. A amostra utilizada neste estudo contém empresas de todas as dimensões, o que

permitirá verificar se, após se ter em conta o factor propriedade familiar, o factor dimensão é ou não relevante para a explicação do processo de financiamento das empresas.

Na literatura financeira sobre a generalidade das empresas é também apresentado o factor sector de actividade como determinante relevante da decisão da estrutura de capitais por este atributo influenciar as características das empresas (Bradley et al, 1984, Titman e Wessels, 1988, Brailsford et al, 2002 e Michaelas et al, 1999). Villalonga e Amit (2010) referem que sectores de actividade inteiras são dominadas por empresas familiares. No entanto, ainda é reduzido o conhecimento sobre o envolvimento e a performance das empresas familiares em cada tipo de sector (Chen e Nowland, 2010), nomeadamente, a relação existente entre nível de endividamento, propriedade familiar e sector de actividade, pelo que este será um dos aspectos a investigar nesta tese.

I.4. Objectivos da Dissertação e Principais Contribuições

Neste trabalho pretende-se contribuir para a clarificação do modo como o factor propriedade familiar do capital determina a decisão de financiamento nas quatro principais fases do processo de decisão. A primeira fase recai sobre a decisão de estrutura de capitais propriamente dita, ou seja, na emissão de dívida ou de capitais próprios ou uma combinação de ambos. Se a escolha recair sobre o recurso a dívida, é preciso decidir sobre a estrutura da dívida, isto é, sobre o tipo (bancária ou *leasing*²) e prioridade da dívida (curto ou longo prazo), que constituem a segunda e terceira fases do processo de decisão, respectivamente. Este processo termina com a resposta obtida do lado da oferta do mercado financeiro, isto é, com a rejeição ou aceitação do pedido de emissão de dívida. É o conjunto destas quatro fases que determinam a estrutura de capitais futura da empresa.

Para estudar o processo de decisão de financiamento das empresas familiares são definidos quatro objectivos gerais para esta dissertação que correspondem a cada uma das fases de decisão descritas. O primeiro objectivo corresponde à investigação sobre a forma como a propriedade familiar das empresas afecta o processo de decisão sobre a estrutura de capitais. Este objectivo é concretizado através da resposta às seguintes questões de investigação:

² O financiamento bancário e o *leasing* constituem, praticamente, as únicas fontes de dívida financeira das empresas da amostra. O último atributo é medido através do valor da dívida aos fornecedores de imobilizado presente nas demonstrações financeiras das empresas. A base de dados adoptada não permite verificar as rubricas incluídas nesta fonte mas a auscultação junto de alguns Técnicos Oficiais de Contas permitiu concluir que, na generalidade das empresas, esta rubrica corresponde ao *leasing*.

- 1 – O factor propriedade familiar é relevante na explicação da estrutura de capitais das empresas?
- 2 – Os factores propriedade familiar e classe dimensional são, simultaneamente, relevantes na explicação da decisão sobre a estrutura de capitais?
- 3 – Os factores propriedade familiar e sector de actividade são, simultaneamente, relevantes na explicação da decisão sobre a estrutura de capitais?

O segundo objectivo refere-se à segunda fase do processo de decisão, investigando os efeitos da propriedade familiar das empresas sobre o tipo da dívida a emitir. Para tal, dar-se-á resposta às seguintes questões de investigação:

- 1 – O factor propriedade familiar influencia a decisão sobre o tipo de dívida a emitir (dívida bancária ou *leasing*)?
- 2 – Os factores propriedade familiar e classe dimensional são, simultaneamente, determinantes relevantes na tomada de decisão do tipo de dívida a emitir?
- 3 – Os factores propriedade familiar e sector de actividade são, simultaneamente, determinantes relevantes na tomada de decisão do tipo de dívida a emitir?

O terceiro objectivo, relacionado com a terceira fase do processo de decisão, consiste na avaliação dos efeitos da propriedade familiar das empresas sobre a prioridade da dívida a emitir através da resposta às seguintes questões de investigação:

- 1 – O factor propriedade familiar determina a maturidade da dívida?
- 2 – O factor propriedade familiar influencia a decisão de recurso à dívida de longo prazo e a determinação do montante de dívida de longo prazo a emitir?
- 3 – Os factores propriedade familiar e classe dimensional são, simultaneamente, determinantes relevantes na tomada de decisão sobre a maturidade da dívida?
- 4 – Os factores propriedade familiar e sector de actividade são, simultaneamente, determinantes relevantes na tomada de decisão sobre a maturidade da dívida?

O quarto objectivo consiste em verificar se a estrutura de capitais apresentada pelas empresas familiares resulta exclusivamente da decisão da empresa ou se também é determinada pelas restrições impostas no lado da oferta do mercado financeiro. Para responder a este objectivo, são estudadas as seguintes questões de investigação:

- 1 – O factor propriedade familiar condiciona o acesso das empresas à dívida?

2 – A propriedade familiar e a classe dimensional condicionam, simultaneamente, o acesso à dívida?

3 – A propriedade familiar e o factor sector de actividade condicionam, simultaneamente, o acesso à dívida?

Com a concretização dos objectivos definidos e a resposta às questões de investigação colocadas são propostas várias contribuições para a literatura da decisão de financiamento das empresas familiares. Um primeiro contributo será a supressão da lacuna existente ao nível do estudo da decisão de financiamento das empresas portuguesas de propriedade familiar, dado apenas existir, até ao momento, os trabalhos de Correia (2008) sobre a análise de 68 empresas associadas da Associação Portuguesa de Empresas Familiares e Serrasqueiro et al (2010) sobre 614 pequenas e médias empresas familiares.

Um segundo contributo será a clarificação da forma como o factor propriedade familiar determina a estrutura de capitais das empresas, procurando verificar se este factor é significativo no processo de decisão de financiamento das empresas. A relevância desta clarificação resulta do facto das empresas familiares apresentarem características específicas e distintas das restantes empresas, as quais podem induzir diferentes processos de decisão (a interacção nas empresas familiares de três sistemas de pessoas interessadas – proprietários, membros da família e pessoal da empresa – origina um conjunto diversificado de relações distintas das restantes empresas).

Um terceiro contributo será a clarificação da forma como o factor propriedade familiar influencia a decisão da escolha dos diferentes tipos de dívida. A relevância deste facto resulta da literatura financeira apontar três aspectos, em certa medida, contraditórios: (i) a aversão das empresas familiares à dívida financeira e a conseqüente preferência por fundos internos; (ii) a preferência das empresas familiares por fontes de dívida com menor risco³ e, (iii) um comportamento semelhante entre as empresas familiares e não familiares na forma como ambas recorrem à dívida. Desta forma, neste trabalho procura-se clarificar se a propriedade familiar apresenta uma relação significativa com a escolha de uma determinada fonte de dívida: bancária ou *leasing*.

³ Por exemplo, o *leasing* possui menor risco face à dívida bancária dado o valor colateral do activo subjacente ao contrato.

O quarto contributo deste trabalho para a literatura financeira das empresas familiares resulta da clarificação da forma como o factor propriedade familiar afecta a escolha da maturidade da dívida. A relevância deste contributo resulta da lacuna existente nos estudos empíricos anteriormente realizados de análise da estrutura de capitais das empresas de propriedade familiar. Com efeito, estes trabalhos apenas se centraram na identificação dos factores determinantes do peso da dívida (de cada maturidade) no activo total ou na relação da dívida com os capitais próprios. Tanto quanto se sabe, não existe nenhum estudo sobre a estrutura ou maturidade da dívida e das diversas fontes nesta incluída (*leasing*, crédito bancário, etc.) das empresas familiares. A única excepção é o trabalho de Lyagoubi (2006) que analisou os factores determinantes da maturidade da dívida através de uma variável binária. A realização desta contribuição passa também pelo reconhecimento explícito do facto da tomada de decisão sobre a maturidade da dívida não ser realizada num momento único e corresponder a diferentes momentos de decisão: primeiro, uso ou não de dívida de longo prazo e, de seguida, em caso de decisão positiva, a escolha da sua proporção.

Um quinto contributo resulta do estudo da possível existência de restrições no acesso à dívida pelas empresas e quais os factores determinantes desse condicionamento. Em particular, investiga-se se a propriedade familiar tem influência no acesso das empresas ao financiamento bancário e *leasing*. De facto, importa verificar se a existência de valores nulos ou reduzidos nos rácios da dívida resulta da decisão dos responsáveis das empresas de não recorrerem a dívida ou de condicionalismos externos no acesso à mesma. O acesso ao capital constitui um factor crítico na formação e crescimento das empresas, pelo que é relevante investigar o modo como a propriedade familiar influencia este processo.

A sexta contribuição é de natureza econométrica, resultando da aplicação das metodologias mais apropriadas ao estudo de cada uma das fases do processo da decisão de financiamento das empresas⁴. Assim:

- No estudo da estrutura de capitais e da maturidade da dívida são utilizados modelos de regressão para dados fraccionários. Estes modelos, propostos originalmente por Papke e Wooldridge (1996) e introduzidos nos estudos empíricos de estrutura de capitais por Cook et al (2008) e Ramalho e Silva (2009), são adequados para lidar com situações em que a

⁴ O aspecto econométrico constitui uma das lacunas apontadas nos estudos anteriores. A maioria dos investigadores das práticas financeiras das empresas familiares apenas se centraram na mera influência do aspecto familiar, tendo falhado na proposta formal de modelos econométricos (López-Gracia e Sánchez-Andújar, 2007).

variável dependente do modelo de regressão tem uma natureza proporcional, isto é, apenas pode assumir valores dentro do intervalo $[0, 1]$. Pelo contrário, a grande maioria dos estudos realizados nesta área baseia-se nos modelos de regressão linear clássicos, os quais pressupõem a constância dos efeitos das variáveis explicativas, o que não faz sentido em situações em que a variável de interesse do modelo tem uma natureza limitada.

- Em determinadas amostras, observou-se um número significativo de observações com valor igual a zero nas variáveis representativas do resultado da decisão de financiamento, reflectindo o facto de existirem muitas empresas que não utilizam dívida. Assim, à semelhança do trabalho de Ramalho e Silva (2009), existirá uma maior clarificação do processo da decisão de financiamento das empresas familiares através da utilização do modelo de regressão para dados fraccionários a duas partes. Este modelo permite estudar, separadamente, a decisão de emitir dívida ou não e, condicionada esta escolha, a decisão sobre a quantidade de dívida a emitir. Em contraste, a esmagadora maioria dos estudos empíricos realizados nesta área não tiveram em consideração estes dois momentos da decisão.
- No estudo da decisão sobre o tipo e a maturidade da dívida será utilizado o modelo logit multinomial. Esta metodologia de escolhas múltiplas permite responder às características da decisão em estudo, dado se pretender analisar a forma como a propriedade familiar afecta a escolha de diferentes alternativas no âmbito da decisão de financiamento.
- Por fim, no estudo das restrições no acesso ao mercado financeiro, utilizou-se o modelo bivariado com observações parciais, o qual permite a inclusão dos dois lados da decisão de financiamento, o da procura e o da oferta. Assim, num primeiro momento, as empresas decidem sobre o uso, ou não, de dívida; e depois, num segundo momento, caso a decisão seja da sua utilização, as instituições financeiras aprovam, ou não, a concessão desses fundos. De facto, os dados das amostras apenas apresentam a situação em que as empresas procuraram dívida e a mesma foi concedida, não se observando os outros cenários possíveis deste processo. A questão é que estes dados não incluem informações sobre os casos em que o pedido de dívida foi recusado. Em resultado desta ausência de dados e de estudos empíricos sobre este tema, com base no modelo bivariado pretende-se responder a esta questão. Apenas Heino (2006) aplicou esta metodologia no estudo da decisão de financiamento das micro empresas mexicanas.

Um sétimo contributo resulta da repartição da amostra de empresas em três categorias dimensionais: micro, pequenas e médias/grandes, procurando revelar se as características

próprias de cada classe dimensional, associadas à propriedade familiar, têm alguma influência no processo da decisão de financiamento. Os estudos anteriores utilizam amostras de PME's, sem distinguir os diferentes grupos dimensionais nelas incluídos, tratando, desta forma, todas as empresas de menor dimensão como um grupo único, ignorando as diferenças existentes entre elas, as quais podem induzir diferentes processos da decisão de financiamento. Por outro lado, os estudos que se concentram apenas no grupo das pequenas empresas ignoram um grupo de grande importância económica como são as micro empresas e nunca consideram a relação deste factor com a propriedade familiar.

Um oitavo contributo resulta da clarificação como o factor indústria, relacionado com o factor propriedade familiar, influencia as quatro fases da decisão de financiamento das empresas: estrutura de capitais, escolha das fontes de dívida, maturidade e acesso à dívida.

I.5. Organização do Estudo

Esta tese encontra-se organizada em seis capítulos, incluindo este de introdução. No segundo capítulo apresentam-se as teorias da estrutura de capitais, as teorias das empresas familiares e os seus contributos sobre a forma como o processo da decisão de financiamento é desenvolvido pelas empresas, em geral, e pelas empresas de propriedade familiar, em particular. Neste capítulo também se apresenta uma secção sobre as metodologias econométricas adoptadas nos estudos empíricos sobre a estrutura de capitais das empresas.

No terceiro capítulo apresentam-se as hipóteses associadas aos objectivos e contributos deste trabalho de investigação. As hipóteses serão reunidas de acordo com as quatro abordagens sobre as quais este trabalho de investigação se encontra repartido: decisão sobre a estrutura de capitais, escolha das fontes de dívida, maturidade da dívida e acesso à dívida.

No quarto capítulo procede-se à identificação e caracterização da amostra. Na secção seguinte deste capítulo apresentam-se os modelos econométricos associados a cada abordagem de investigação. Especificamente, identificam-se os modelos associados ao estudo da estrutura de capitais, escolha das fontes de dívida, escolha da maturidade da dívida e acesso à dívida. Noutra secção apresentam-se as variáveis representativas dos atributos das empresas e procede-se a uma caracterização das empresas com base nestes atributos.

No quinto capítulo procede-se à apresentação dos resultados dos modelos estimados no âmbito das quatro abordagens realizadas sobre o estudo do impacto da propriedade familiar sobre a decisão de financiamento.

Por fim, no sexto capítulo, referem-se as principais conclusões deste trabalho e as suas implicações para futuros trabalhos de investigação. Este trabalho culmina com a apresentação da respectiva bibliografia.

CAPÍTULO II – TEORIAS E EVIDÊNCIAS SOBRE EMPRESAS FAMILIARES E ESTRUTURA DE CAPITAIS

II.1. Introdução

As três mais populares explicações dos determinantes da decisão de financiamento das empresas são fornecidas pelas teorias do *trade-off*, da agência e da *pecking order*. Segundo cada uma destas teorias, o principal factor determinante da decisão de uso da dívida é, respectivamente, a criação de poupanças fiscais, o aumento da eficiência de gestão através da redução dos custos de agência e a diminuição da assimetria de informação. No entanto, dado o reduzido número de estudos sobre as empresas familiares, não existe certeza de que estes benefícios e custos da dívida sejam semelhantes no caso destas empresas.

Para averiguar a resposta à questão anterior é realizada, neste capítulo, uma revisão da literatura sobre a investigação em estrutura de capitais e sobre a decisão de financiamento, a qual está dividida em oito secções incluindo esta introdução. Na segunda secção será apresentada uma síntese das teorias tradicionais ou de referência entre os investigadores da estrutura de capitais. Na terceira secção apresentam-se os contributos existentes na literatura financeira sobre a especificidade das empresas familiares e a sua relação com o processo de decisão de financiamento. Na quarta secção examinam-se os contributos da literatura financeira sobre a composição da dívida. Na quinta secção é realizada uma análise dos determinantes da maturidade da dívida. A secção seguinte, a sexta, discute os estudos centrados na análise das restrições no acesso à dívida. Na sétima secção descrevem-se as principais metodologias usadas no estudo da estrutura de capitais. O capítulo termina com um resumo.

II.2. As Teorias Tradicionais da Estrutura de Capitais

A apresentação do trabalho de Modigliani e Miller⁵ (1958) originou a emergência de uma vasta literatura teórica e empírica sobre a temática dos determinantes da estrutura de capitais das empresas. Estes autores vieram contrapor a teoria clássica, defensora da existência de uma estrutura óptima de capitais. MM (1958) introduziram o conceito de irrelevância da estrutura de capitais sobre o valor das empresas, encontrado no âmbito de um conjunto de condições bastante restritivas, tais como, a ausência de impostos, custos de insolvência, problemas de agência e de assimetria de informação.

⁵ Daqui por diante designados por MM.

A corrente fiscal centrou a discussão nas diferenças de tratamento fiscal atribuído às diversas fontes de financiamento. Este factor levou MM (1963) a alterarem a sua posição inicial, admitindo que a tributação dos resultados das empresas e a dedução fiscal do custo da dívida poderá permitir um incremento do valor da empresa baseado na poupança gerada. Segundo Miller (1977), a existência de diferentes agentes com taxas fiscais diferenciadas leva as empresas a escolherem as fontes de financiamento que favorecem o rendimento dos seus investidores. Similarmente, a existência de outras fontes de protecção fiscal pode diminuir a atractividade da dívida em função dos seus benefícios fiscais (DeAngelo e Masulis, 1980).

A corrente do *trade-off* defende a existência de uma estrutura óptima de capitais que permite maximizar o valor da empresa. Esta maximização ocorre no confronto entre os benefícios fiscais (corrente dos efeitos fiscais) e os custos da dívida (corrente dos custos de insolvência) (Silva, 2006). Os benefícios resultam da redução dos impostos, motivada pela dedutibilidade fiscal dos juros da dívida (MM, 1963) e de outros custos como as amortizações e as provisões. Os custos são originados pelos potenciais custos de insolvência (Kraus e Litzenberger, 1973). O incremento no endividamento aumenta a exposição da empresa a eventuais dificuldades de solver os seus compromissos, isto é, incrementa os custos de falência esperados. Nesta perspectiva, as empresas enfrentam um *trade-off* entre as vantagens fiscais e o acréscimo de custos resultante da dívida. Assim, a emissão de dívida adicional tem dois efeitos no valor da empresa. Por um lado, incrementa o valor pelas poupanças fiscais e, por outro, diminui o valor devido à redução da probabilidade de sobrevivência. Dependendo de qual destas influências conflituantes predomine, o valor da empresa pode aumentar ou diminuir com o endividamento adicional emitido (Brennan e Schwartz, 1978).

Uma outra corrente teórica fundamenta-se nos efeitos das relações de agência sobre a decisão de financiamento. Segundo a Teoria da Agência, os interesses do principal e do agente não coincidem e, na ausência de um sistema de incentivos e de monitorização adequado, o agente irá actuar no sentido da maximização da sua utilidade (Jensen e Meckling, 1976). Nas finanças empresariais, esta teoria tem sido aplicada no estudo das relações entre os gestores das empresas e os accionistas/sócios, e entre estes e os proprietários da dívida. De acordo com esta abordagem, é apresentado o seguinte comportamento conflituoso: enquanto os proprietários das empresas pretendem maximizar o lucro, os seus agentes (gestores) podem preferir empenhar-se em actividades do seu próprio interesse, não potenciadoras da maximização do lucro. Desta forma, a performance da empresa está, em certa medida,

dependente da forma eficiente como os proprietários controlam e monitorizam os gestores (Gedajlovic e Shapiro, 1998). Os custos destas actividades de controlo e monitorização constituem os custos de agência (Smith, 2008).

Segundo Jensen e Meckling (1976) os eventuais conflitos entre accionistas, gestores e credores e o problema da substituição de activos originam custos de agência e influenciam a decisão da estrutura de capitais das empresas. Os autores mencionam o papel do financiamento através de dívida como instrumento capaz de disciplinar o comportamento dos gestores. As características e os tipos de activos (sua especificidade e/ou possibilidades de utilização) podem determinar a decisão de financiamento, em função dos custos de agência (Myers, 2001). Estes argumentos são também apontados por Booth et al (2001), Kochhar (1997) e Williamson (1988).

Os trabalhos de Donaldson (1961), Myers e Majluf (1984), entre outros, suportados no teste da hipótese do comportamento dos gestores, permitiram a formalização da teoria da *pecking order*. Esta abordagem defende que, embora as decisões de financiamento não sejam irrelevantes para o valor da empresa, estas não procuram atingir uma estrutura de capitais óptima. A observação empírica permite concluir que as assimetrias de informação entre os gestores e os investidores externos provocam condicionamentos no acesso ao financiamento externo. Como consequência, as empresas tendem a preferir as fontes de financiamento de acordo com a seguinte hierarquia: primeiro usam os fundos gerados internamente e, quando estes são insuficientes, emitem títulos. Neste segundo caso, em primeiro lugar recorrem ao aumento da dívida e, somente em último recurso e depois de esgotarem toda a capacidade de endividamento, é que recorrem à emissão de novas acções.

O reconhecimento da assimetria de informação e da eficiência do mercado determina o carácter informativo das decisões de financiamento, as quais são interpretadas pelos agentes do mercado como sinais sobre o verdadeiro valor da empresa. Esta corrente teórica foi impulsionada por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977). Ross (1977) apresenta a ideia dos investidores interpretarem elevados níveis de endividamento como um sinal da alta qualidade da empresa, o que o leva a concluir que a rendibilidade e a dívida estão positivamente relacionadas. Leland e Pyle (1977), pelo contrário, argumentam que um empresário com um novo projecto de investimento pode sinalizar a sua qualidade pela proporção de capitais

próprios utilizada para o financiar. O valor aumentará com o incremento das acções detidas pelo empresário.

Outra corrente teórica é a baseada na forma de controlo da empresa. A literatura financeira começou, nos anos oitenta, quando as actividades de aquisição de controlo das empresas assumiram uma importância crescente, a examinar a relação entre o controlo das empresas e a estrutura de capitais (Harris e Raviv, 1991). La Porta et al (1999) referem o controlo excessivo sobre o direito aos fluxos de caixa resultante da forte presença dos proprietários na gestão da empresa. As características destes (famílias, entidades financeiras, entre outros) determinam a decisão de financiamento. A concentração ou dispersão da propriedade constitui um factor determinante da decisão financeira (La Porta et al, 1999 e Rajan e Zingales, 1995). As empresas que constituem um alvo apetecível para ofertas de aquisição tenderão a aumentar os seus níveis de endividamento (Rajan e Zingales, 1995; Harris e Raviv, 1988, Israel, 1991 e Stulz, 1988).

Estes contributos têm sido amplamente estudados e comprovados em estudos empíricos (Titman e Wessels, 1988, Thies e Klock, 1992, Rajan e Zingales, 1995, Michaelas et al, 1999, Hall et al, 2000, Booth et al, 2001, Frank e Goyal, 2003 e 2004, Sogorb-Mira, 2005). Assim, deve-se procurar controlar, nos modelos econométricos, os contributos das teorias clássicas da estrutura de capitais de forma a apresentar a verdadeira influência do factor propriedade familiar sobre a tomada da decisão de financiamento.

II.3. A Propriedade Familiar e a Decisão de Estrutura de Capitais

Esta secção está dividida em três partes. Na primeira parte, são analisadas as contribuições de trabalhos empíricos para a explicação da decisão de financiamento das empresas familiares. A segunda parte descreve estudos empíricos que apresentam a capacidade explicativa da teoria da agência na clarificação do processo de decisão das empresas familiares. Por fim, na terceira parte apresentam-se os contributos da teoria da *pecking order* usados na clarificação da decisão de financiamento das empresas familiares.

II.3.1. A Propriedade Familiar como Factor Determinante da Decisão de Financiamento

Um número reduzido de estudos tem-se concentrado na análise da especificidade da relação da propriedade familiar com a estrutura de capitais das empresas. Neste âmbito, López-Gracia e Sánchez-Andújar (2007) salientam a reduzida investigação sobre o processo de decisão das

empresas familiares, particularmente no caso das empresas de menor dimensão. Os autores salientam o facto da investigação realizada assentar, principalmente, em abordagens meramente descritivas. Gallo et al (2004) consideram a identificação das diferenças entre as empresas familiares e não familiares, um dos campos relevantes de investigação das empresas familiares, salientando a existência de lacunas na clarificação dessas diferenças. Hoy (2003) partilha desta opinião, sobre a lacuna da investigação, e refere a necessidade de se efectuar um esforço no incremento da pesquisa sobre as empresas familiares e da importância de introduzir esta problemática nos currículos académicos. A questão, como refere La Porta et al (1999), é que a maioria das empresas no mundo é controlada por famílias.

A teoria e a prática financeira revelam nas empresas influenciadas pela família a criação de condições sistémicas únicas e circunscrições⁶ com impacto nos resultados do desempenho do sistema social dos negócios familiares, resultante da interacção entre a unidade familiar, a entidade negócio e os membros familiares individuais (Habbershon et al, 2003). Donckels e Fröhlich (1991), no seu estudo sobre pequenas e médias empresas, qualificam as empresas familiares como um sistema fortemente fechado, de relacionamento familiar, geridas internamente e com um forte sentimento de aversão ao risco, que consideram como fundamento para a diferença entre estas empresas e as não familiares. Os autores salientam a existência de uma forte convicção sobre a ideia de manter o negócio sob um apertado controlo familiar, como uma das preocupações dos responsáveis destas empresas. Além disso, estas empresas apresentam maiores dificuldades de colaboração com outro tipo de empresas e adoptam comportamentos estratégicos conservadores.

Esta caracterização das empresas de propriedade familiar como empresas de capital fechado constitui um atributo relevante para a compreensão da influência da propriedade sobre a estrutura de capitais destas empresas. Com efeito, este factor pode determinar o seu processo de tomada de decisão de financiamento. A decisão sobre a estrutura de capitais das empresas de capital fechado é significativamente influenciada pelas condições económicas e financeiras do meio envolvente. Além disso, a atitude do indivíduo em relação à dívida será determinada pela sua necessidade individual de controlo, propensão ao risco, experiência, normas sociais e património pessoal (Matthews et al, 1994).

⁶ Uma circunscrição é qualquer corpo coeso de pessoas vinculadas por identidade comum, objectivos, ou lealdade. Circunscrição pode ser usada para descrever uma base de negócios de clientes e accionistas, ou dadores de uma instituição de caridade, ou aqueles que serve.

Adicionalmente à questão das empresas de capital fechado, o conhecimento do grau de concentração ou de dispersão da propriedade pode contribuir para uma maior compreensão do processo de financiamento. Alguns trabalhos empíricos apontam a dispersão da propriedade como positivamente relacionada com o nível de dívida (Friend e Lang, 1988; Agrawal e Nagarajan, 1990). Kim e Sorensen (1986) encontraram uma relação positiva entre a dívida e as acções detidas pela gestão, porque o endividamento não detém direito de voto e torna a gestão mais sensível à rentabilidade apresentada pela empresa. A concentração da propriedade reduz os problemas de agência associados aos fluxos de caixa e pode criar elevados níveis de liquidez nas empresas familiares, permitindo um menor nível de endividamento (Jensen, 1986).

De acordo com os resultados obtidos por Andersen e Reeb (2003b), os custos da dívida das empresas familiares são, normalmente, mais baixos comparativamente ao das empresas não familiares. Segundo os autores, a família representa uma classe especial de grandes accionistas caracterizada por, potencialmente, operar uma estrutura única de incentivos, possuir uma voz forte no comando e motivos sólidos para administrar uma empresa. Os incentivos únicos das empresas familiares geridas pelos proprietários fundadores poderão reduzir os conflitos de agência entre a dívida da empresa e os direitos associados ao capital próprio e, consequentemente, beneficiar de custos da dívida mais baixos.

Um dos mais importantes custos impostos pelos proprietários de grandes proporções do capital em empresas com uma reduzida dispersão da propriedade é a aversão ao risco (Shleifer e Vishny, 1986). As famílias fundadoras podem reduzir o risco da empresa de dois modos. Por um lado, dado o seu poder de decisão, podem levar a empresa a adoptar projectos de investimento cujos fluxos de caixa não são relacionados com os dos projectos já existentes na empresa (isto é, a adopção de uma estratégia de diversificação). Por outro lado, as empresas familiares podem adoptar formas de financiamento caracterizadas por uma baixa probabilidade de incumprimento, significando um maior peso dos capitais próprios na estrutura de capitais (Andersen e Reeb, 2003b).

Chaganti e Damanpour (1991) realçam a eventualidade da definição da estrutura de capitais resultar do contexto no qual a decisão é tomada, dos objectivos e da propensão ao risco. Na primeira, a decisão é influenciada pela natureza da procura, ao nível do mercado de capitais, dos produtos e dos aspectos internos da empresa. Os objectivos financeiros e as prioridades

dependem da estrutura de propriedade da empresa. Uma propriedade institucional (por exemplo, fundos de investimento) enfatiza mais os resultados financeiros de curto prazo, dado este tipo de investidor estar sujeito a avaliações permanentes. De acordo com os autores, os gestores profissionais de empresas geridas por indivíduos externos terão uma menor propensão ao risco e procurarão investimentos e crescimento de longo prazo em resultado da procura de segurança no emprego e da compensação de gerir grandes empresas. Por sua vez, os proprietários gestores das suas próprias empresas estarão mais disponíveis para assumir maiores níveis de risco, resultante do interesse em elevadas taxas de rendibilidade dos capitais próprios.

A decisão de financiamento da empresa consiste em determinar a estrutura dos recursos financeiros considerando a sua origem de três fontes: fundos gerados internamente, capital próprio externo e dívida. Nas empresas familiares, os determinantes desta decisão podem ser mais intrincados em comparação com outro tipo de empresas, emergindo como principal preocupação a passagem da empresa às gerações seguintes. Desta forma, as decisões de financiamento tomadas pelos responsáveis das empresas familiares poderão levar mais em consideração o eventual impacto das decisões sobre o controlo da empresa do que uma esclarecida avaliação das complexas questões financeiras (Blanco-Mazagatos et al, 2007, Barton e Matthews, 1989).

Sharma (2004) refere uma série de estudos centrados na análise comparativa das empresas familiares com as não familiares. Estes trabalhos de investigação têm revelado resultados mistos dado apontarem para algumas diferenças entre os dois tipos de empresas em determinados aspectos, como por exemplo, na actividade de empreendedorismo, performance, percepção das ameaças e oportunidades do meio envolvente; e, semelhanças, em outros, como na orientação estratégica e fontes de financiamento externo. No entanto, apesar do contributo destes estudos para a compreensão das empresas familiares, ainda não foi revelado um conjunto de variáveis distintas que separem claramente os dois tipos de empresas. Desta forma, é necessário realizar mais investigação para a identificação dessa distinção, entre os dois tipos de empresas e, especificamente, sobre o processo de tomada de decisão de financiamento.

Barton e Matthews (1989) referem a necessidade de se considerar todos os factores com impacto nas decisões de gestão, como por exemplo, os objectivos dos gestores / proprietários,

aversão ao risco e restrições internas, para se conseguir obter uma clarificação do processo de decisão de financiamento das empresas familiares. Os autores defendem a utilização da abordagem da perspectiva da estratégia empresarial apresentada por Barton e Gordon (1987) como explicativa. As decisões sobre a estrutura de capitais dos proprietários das empresas familiares são determinadas por variáveis financeiras, pessoais e sociais, como as experiências anteriores do decisor neste tipo de decisão, a preferência por determinadas estruturas de propriedade, atitudes em relação à dívida, ao controlo e ao risco, etc. (Barton, 1989). Lyagoubi (2006) também refere a influência destes factores sobre a decisão de financiamento das empresas familiares.

Na clarificação dos factores determinantes da decisão de financiamento deve assumir-se a possibilidade dos gestores poderem não ter apenas objectivos económicos. Além destes, poderão existir objectivos sociais e comportamentais. Neste âmbito, Barton e Gordon (1987) advertem para o facto de o sucesso não ser garantido apenas com a realização da maximização da riqueza dos proprietários. É necessário considerar outros factores com impacto sobre a empresa, ou seja, os valores e aspirações dos gestores, as ameaças e oportunidades do meio envolvente e ambientais, pontos fortes e fracos internos da empresa e os valores impostos pela sociedade, em geral, de forma a atingir os objectivos específicos da organização. Como exemplo, os autores referem o caso do responsável de uma empresa com toda a sua dívida de longo prazo liquidada em resultado da sua preferência pela liquidez da empresa face à dívida.

Os factores determinantes da estrutura de capitais não são unicamente contextuais (internos e externos) baseados em preocupações fundamentais de risco e controlo. Os valores, objectivos, preferências e desejos dos gestores são também um factor relevante na decisão de financiamento (Brailsford et al, 2002). Chaganti et al (1995) concluíram que a orientação em função dos objectivos (satisfação das necessidades económicas, probabilidade de sucesso da empresa) é o factor mais importante na decisão de financiamento ao nível dos capitais próprios versus dívida e do capital próprio interno versus externo. Além disso, as características do empreendedor podem desempenhar um papel importante na decisão sobre a estrutura de capitais.

Matthews et al (1994) referem três abordagens (ou paradigmas) para construir um modelo teórico integrado que permitirá uma maior clarificação do processo de financiamento das empresas de capital fechado: o paradigma da tomada da decisão, o paradigma da decisão

estratégica e o paradigma da Teoria da Acção Fundamentada. No primeiro, existe a oposição entre o modelo normativo racional, defensor de um decisor completamente objectivo, lógico e com objectivos claros; e, o modelo da racionalidade limitada, onde o decisor enfrenta múltiplas questões simultâneas sobre restrições de tempo e de informação, sofrendo viéses, preferências e percepções selectivas. No segundo, de acordo com os contributos de Barton e Gordon (1987), existem aspectos na formalização estratégica das empresas influenciadores da decisão de financiamento, por exemplo, as aspirações e valores da gestão, as ameaças e as oportunidades do meio envolvente, os pontos fortes e fracos da empresa. O terceiro baseia-se na forma como Ajzen e Fishbein (1980) definem o processo de tomada de decisão. A Teoria da Acção Fundamentada, formulada por estes autores, reconhece os indivíduos como detentores de diversos conjuntos de estruturas de crenças que são, por vezes, conflitantes e, em determinados momentos, devem escolher entre diferentes alternativas de comportamento.

Em suma, o estudo do processo de decisão de financiamento das empresas familiares constitui um campo recente de investigação conforme referido pela literatura financeira, mas começa a emergir a formação de diferentes abordagens teóricas sobre a forma como as estruturas de capitais destas empresas são constituídas. Algumas dessas abordagens procuram partir dos contributos das teorias tradicionais da estrutura de capitais, introduzindo as especificidades das empresas familiares de forma a colmatar a sua insuficiência explicativa relativamente às características únicas deste tipo de empresas.

As lacunas associadas às teorias gerais da estrutura de capitais podem resultar dos seus pressupostos. Por exemplo, a teoria do *trade-off* partilha a existência de uma estrutura de capitais óptima. Por sua vez, a teoria da assimetria de informação contraria essa estrutura óptima em resultado da existência de uma hierarquia de fontes de financiamento. Estas teorias fornecem contributos relevantes para a clarificação do processo de decisão de financiamento das empresas familiares mas não são suficientes para uma total compreensão deste processo. Segundo Romano et al (2000), a maioria destas teorias propõem a existência de uma estrutura de capitais óptima que maximiza o valor da empresa, tendo por base a maximização do lucro, pressupostos do mercado perfeito e um comportamento económico racional. Estas proposições acabam por limitar a validade destas teorias na clarificação do processo de decisão de financiamento das empresas de diferentes dimensões. Claramente, esta limitação também se pode estender à propriedade e, especificamente, ao caso das empresas familiares.

Das três mais populares explicações dos determinantes da decisão de financiamento referidas na secção anterior, têm sido os contributos da teoria da agência e da teoria da *pecking order* os mais utilizados para procurar clarificar a forma como a propriedade familiar influencia a decisão de financiamento. De seguida, apresenta-se, a forma como os contributos da teoria da agência e da teoria da *pecking order* têm vindo ao ser adaptados à especificidade do processo de decisão de financiamento das empresas familiares.

II.3.2. A Teoria da Agência no Contexto das Empresas Familiares

De acordo com os argumentos da teoria da agência, a família proprietária e gestora promove a cooperação e a comunicação dentro da empresa, protegendo-a contra o oportunismo e poupando-a da necessidade de uma monitorização apertada da gestão e dos custos de incentivos salariais (Schulze et al, 2003b).

Segundo Donckels e Lambrecht (1999), os directores das pequenas e médias empresas familiares envolvem-se mais no processo de gestão financeira do que os seus pares das empresas não familiares. Segundo Poza et al (2004), o CEO⁷ das empresas familiares, comparativamente a outros membros da família e gestores não familiares, compreende melhor as práticas de gestão, o processo de sucessão e o ambiente familiar. A natureza da interacção entre a família e o negócio constitui um factor determinante na implementação de práticas de gestão que permitam reduzir os custos de agência das empresas familiares.

A teoria da agência tem sido a principal abordagem utilizada para explicar as diferenças entre as empresas familiares e não familiares (Poutziouris, 2006, Smith, 2008)⁸. Tradicionalmente, esta teoria concentra-se na análise da separação entre a propriedade e o controlo nas empresas com a propriedade do capital diversificada⁹, a qual origina problemas de agência em consequência dos gestores poderem tomar vantagem da sua posição privilegiada na empresa (Gomez-Mejia et al, 2001). Empresas onde a propriedade é dispersa, caracterizadas por uma ampla assimetria de informação, proporcionam aos gestores a oportunidade de agir no seu próprio interesse. Contudo, nas empresas familiares, a separação entre a propriedade e o

⁷ CEO – Chief Executive Officer – Director Geral ou Executivo.

⁸ Este aspecto resulta da utilização desta teoria para o estudo do impacto da propriedade na empresa. Os estudos do impacto dos proprietários – gestores nas características das empresas são, frequentemente, baseados na teoria da agência. Esta ocupa-se dos conflitos de interesses entre proprietários e colaboradores. De acordo com esta teoria, em função dos benefícios produzidos pela propriedade partilhada, a percentagem da propriedade detida pelos gestores está positivamente relacionada com o valor da empresa e sua performance (McConaughy e Phillips, 1999).

⁹ Os autores referem que este tipo de organizações é denominado de empresas controladas pelos gestores e esta definição aplica-se nas empresas onde não existe um accionista com pelos menos 5% das acções.

controle é menor, ou mesmo, inexistente (Smith, 2008). Assim, emerge a questão sobre a existência, ou não, de problemas ou custos de agência neste tipo de empresas.

As relações estabelecidas entre os diferentes intervenientes na empresa podem influenciar os recursos e as decisões estratégicas e financeiras das empresas, determinando a emissão de dívida e de capital próprio. A natureza das relações inclui factores psicológicos associados à família como a aversão ao risco de transferência do controle da família para os credores e a preferência pela autonomia (Lyagoubi, 2006).

Jensen e Meckling (1976) assumem que a indefinição da fronteira entre o agente e o principal neste tipo de entidade familiar tornaria os problemas do risco moral, em grande parte, irrelevantes. No entanto, os resultados da investigação empírica apontam para uma relevância dos problemas e custos de agência nas empresas familiares. Na investigação empírica tem mesmo emergido a evidência da existência de custos de agência relevantes. Os custos de agência tradicionais podem ser reduzidos nas empresas familiares, no entanto, existem outros problemas de agência específicos deste tipo de empresas que se colocam e anulam essa redução (Smith, 2008).

Poutziouris (2006) refere alguns autores defensores da redução dos problemas de agência nas grandes famílias accionistas dada a sua capacidade e motivação para monitorar a gestão. Mas, por outro lado, também existem argumentos defensores da existência de problemas de agência nas empresas familiares de capital fechado geridas pelos proprietários e nos grupos económicos controlados pela família. Estes resultam de problemas internos devido à autonomia detida pela família para controlar todos os accionistas. Para La Porta et al (1999), é frequente as famílias deterem o direito de controle sobre a empresa superior aos seus direitos sobre os fluxos de caixa, resultante de um sistema em pirâmide e por gerirem as empresas que controlam.

Os problemas de agência podem ser mais pronunciados nas empresas familiares geridas pelos próprios accionistas devido ao auto-controle e outras ameaças de agência engendradas pelo altruísmo, por exemplo, a intenção de passar o negócio às gerações seguintes, empregar familiares, etc. (Schulze et al, 2001, 2003a e 2003b). Os autores defendem a hipótese da propriedade privada e a gestão pelos proprietários expor a empresa a problemas de agência ausentes ou não referidos no modelo de Jensen e Meckling (1976), contrariando o argumento

da existência da redução dos problemas de agência na sobreposição da propriedade com a gestão resultante da convergência de interesses¹⁰. As razões apontadas pelos primeiros são a redução dos mecanismos externos de controlo e o incremento da exposição da empresa ao problema do “auto-controlo”, como factores criadores de incentivos para a tomada de decisões que podem ter efeitos negativos para a empresa e seus proprietários. O conflito de interesses, dentro, e entre os proprietários, das empresas familiares, combinado com os efeitos de falha no mercado externo, ameaçam a performance deste tipo de empresas geridas pelos proprietários.

Schulze et al (2001 e 2002) discordam da caracterização das empresas familiares como forma de organização com menos custos e mais eficiência apresentada em diversos trabalhos na literatura financeira. Os autores referem diversas ineficiências potenciadoras do incremento dos custos neste tipo de empresas e da redução da sua eficiência, tais como, o mecanismo de governação (mercados de trabalho e de capitais ineficientes, auto controlo e altruísmo), problemas de agência (selecção adversa, *holdup*¹¹, e risco moral). Os autores salientam o altruísmo como factor distintivo das empresas familiares face às restantes em consequência da participação da família na gestão e a sua intenção de a passar às gerações seguintes. O incremento do altruísmo¹² nas empresas familiares pode aumentar os problemas do auto-controlo e de risco moral. Este problema é pronunciado neste tipo de empresas porque o controlo sobre os recursos disponíveis na empresa torna possível aos gestores proprietários serem demasiado generosos para os membros familiares. A típica empresa familiar, por exemplo, fornece aos membros familiares um emprego seguro e privilégios que não teriam noutras empresas. Este facto pode incentivar o ‘*free ride*’¹³ e o incumprimento desses membros familiares e maior dificuldade para monitorar e disciplinar a sua conduta (Schulze et al, 2002).

Smith (2008) sublinha a necessidade do estudo das empresas familiares de outros países, além dos Estados Unidos e Reino Unido (onde tem incidido a maioria dos estudos), de forma a

¹⁰ No entanto, os autores referem três contributos do modelo que pode justificar situações onde, de facto, as empresas familiares não suportam custos de agência significativos: redução dos custos quando existe a sobreposição da gestão e propriedade (anteriormente referida); a propriedade privada pode reduzir os custos de agência porque os direitos de propriedade são largamente restritos aos agentes internos da decisão. E, finalmente, os custos de agência podem ser reduzidos porque nestas empresas os proprietários possuem relações muito próximas com outros agentes decisores (por exemplo, os membros familiares) permitindo que os problemas de agência sejam controlados sem a separação da gestão e do controlo da decisão.

¹¹ Este consiste numa forma de oportunismo do proprietário da empresa e difere do risco moral e selecção adversa dado este ser baseado no poder, isto é, o direito para controlar o uso e o acesso a um factor de produção.

¹² Schulze et al (2002) definem altruísmo como um valor moral que motiva os indivíduos a tomar acções que beneficiam outros sem qualquer expectativa de uma recompensa externa.

¹³ Schulze et al (2003b) utiliza definição retirada da literatura relativa às relações familiares: *free ride* – deixar os afazeres domésticos que lhe estão atribuídos para os pais completarem.

clarificar o processo de decisão de financiamento destas empresas, dadas as relações de agência estabelecidas entre os diversos *stakeholders* poderem diferir entre países e, conseqüentemente, os contributos da teoria da agência poderem ter amplitudes diferentes. O autor comprova este aspecto referindo as conclusões divergentes de alguns estudos (Faccio et al, 2001; Anderson e Reeb, 2003a; Gedajlovi e Shapiro, 1998).

II.3.3. A Teoria da *Pecking Order* no Contexto das Empresas Familiares

Na literatura financeira têm emergido diversos argumentos justificativos de eventuais diferenças no processo de decisão de financiamento das empresas familiares em comparação com as não familiares, resultante das preferências dos responsáveis das empresas familiares por determinadas fontes de financiamento relativamente a outras. Neste âmbito, um primeiro aspecto discutido na literatura financeira é a utilização da dívida para financiar as necessidades da empresa, existindo duas correntes opostas. Uma aponta para um menor nível de dívida das empresas familiares e a outra defende um mais elevado nível de dívida.

Vários estudos realizados apontam para o facto das empresas familiares possuírem um menor nível de dívida resultante de uma posição mais conservadora dos seus responsáveis. Esta atitude leva-os a procurarem um menor financiamento por dívida, mesmo significando deixar passar algumas oportunidades de crescimento. Este comportamento é justificado com o objectivo de não incremento do risco financeiro da empresa de forma a não condicionar a gestão nas gerações seguintes (López-Gracia e Sánchez-Andújar, 2007). Estas empresas possuem recursos financeiros externos limitados porque evitam abrir o capital a membros não familiares (para não perder o controlo da empresa resultante da partilha da propriedade) e não possuem dimensão suficiente para emitir empréstimos obrigacionistas. Desta forma, não possuem acesso ao mercado de capitais como outras empresas (Sirmon e Hitt, 2003), preferindo os capitais próprios “internos”. Tipicamente, as pequenas empresas familiares obtêm uma proporção substancial dos seus financiamentos através dos fundos gerados internamente (incluindo o capital do proprietário), dos outros membros da equipa de gestão, da família e amigos. Este aspecto é contrário ao ocorrido nas grandes empresas familiares (Romano et al, 2000).

O objectivo de manutenção da propriedade, o controlo familiar e a independência financeira de entidades externas pode levar os gestores / proprietários das empresas familiares a descurar (ou mesmo afastar) as oportunidades de crescimento, implicando uma forte dependência dos

fundos gerados internamente (Poutziouris, 2001). A aversão à abertura do capital e à dívida condicionam o crescimento das empresas familiares em consequência da ausência de recursos para realizar projectos importantes e, eventualmente, necessários para garantir o crescimento da empresa a curto prazo e a continuidade a médio e longo prazo (Gallo et al, 2004).

Diversos estudos empíricos salientam o uso de um menor nível de dívida das empresas familiares. Agrawal e Nagarajan (1990) apresentam uma aversão à dívida de todos os tipos, nas empresas onde a família participa na gestão. McConaughy et al (2001) observaram nas empresas familiares controladas pelos fundadores, níveis de endividamento mais conservadores do que nas empresas similares de capital fechado onde os gestores não são membros familiares. Um inquérito realizado junto das empresas familiares norte americanas (em 1997, pela Arthur Andersen Center for Family, e em 2002, pelo Massmutual Group e Family Business Institute), permitiu verificar que em 1997, cerca de um terço das empresas não usavam dívida externa e o mesmo número apresentava o *debt-to-equity ratio* inferior a 25% (em 2002, o primeiro valor desceu para um quarto, mantendo-se o peso do segundo). Além dos estudos referidos anteriormente, os trabalhos de Lyagoubi (2006) e Allouche et al (2008) também comprovaram um menor nível de dívida das empresas familiares.

As empresas com grandes accionistas e uma estrutura de propriedade não diversificada, como são exemplo as empresas familiares, podem renunciar à maximização dos seus lucros em resultado das suas preferências financeiras (Andersen e Reeb, 2003a). Poutziouris (2006) referencia a teoria da *pecking order* de Myers (1984) como portadora de contributos importantes para compreensão do processo de financiamento das empresas familiares. Segundo este autor, são particularmente as empresas de capital fechado que tendem a financiar-se de acordo com uma hierarquia de preferência das fontes. Estes argumentos são ainda mais relevantes para o caso das empresas familiares de capital fechado resultante da aversão dos responsáveis destas empresas ao capital externo. Noe et al (2003) acentuam a relevância da existência de uma preferência hierárquica de fontes de financiamento, onde a dívida predomina face à emissão de capital próprio, mesmo numa situação de mercado perfeito e da maximização do valor por parte dos agentes. Nas empresas familiares em crescimento, com fortes investimentos em expansão, pode ocorrer o esgotamento da dívida e levar as empresas a procurarem capital próprio.

A literatura financeira também apresenta evidência empírica de um maior endividamento ou semelhante das empresas familiares face às outras contrapartes. Por exemplo, Navarro e Ansón (2006) observaram valores de 1.97 no rácio *debt to equity* das empresas familiares e 1.74 para as não familiares. Coleman e Carsky (1999) observaram na sua amostra, um nível de endividamento total de 72% nas empresas familiares face aos 70% das não familiares (considerando apenas a dívida financeira¹⁴, este peso ronda os 50% em ambas as empresas). De acordo com estes resultados, os autores defendem a existência de uma propensão semelhante, entre os dois tipos de empresas, para o uso da dívida. O grau de maturidade das empresas (ou o estágio do ciclo de ciclo onde se encontram) é apontado, pelos autores, baseando-se no trabalho de Cole e Wolken (1995), como justificação dos resultados contraditórios obtidos nos estudos relativos ao nível de dívida dos dois tipos de empresas e, especificamente, no caso onde os estudos apresentam um menor endividamento das empresas familiares. Existe uma relação negativa entre a maturidade das empresas e o uso da dívida. As empresas maduras apresentam uma menor probabilidade de usar dívida face às empresas mais jovens e a maior parte dos estudos têm-se baseado em amostras de empresas familiares maduras (exemplo do estudo da Arthur Andersen, 1995 e 1997, onde as empresas apresentavam uma média de idades de 26 anos. No caso de Coleman e Carsky (1999), a média de idades ronda os 15 / 16 anos). Assim, as diferenças do uso de dívida são atribuídas à idade e não ao factor propriedade familiar ou não familiar.

Na literatura financeira permanece ainda bastante controverso a forma e as razões do uso, ou não, da dívida nas empresas familiares (Blanco-Mazagatos et al, 2007). Por um lado, é apresentada como uma característica óbvia deste tipo de empresas, a recusa do empreendedor em incrementar os capitais próprios externos (Dunn e Hughes, 1995; Gallo e Vilaseca, 1996; Poutziouris, 2001 e Mahéroult, 2004), em resultado desse incremento requerer a diluição do controlo familiar (Ang et al, 1995 e Mahéroult, 2004). Por outro lado, o endividamento é claramente identificado pelas empresas familiares como a melhor fonte de financiamento externa (Churchil e Lewis, 1985 e 1986; Ennew e Binks, 1994 e Mahéroult, 2004). Neste caso, o mercado de capitais deverá corresponder ao último estágio do processo de evolução do financiamento das empresas dado o nível de flutuação a que as empresas podem estar expostas quando estão cotadas.

¹⁴ Livranças, obrigações, hipotecas e *leasing*.

As pequenas empresas familiares encontram os mesmos desafios das outras pequenas empresas, acrescentando a complexidade de gerir, simultaneamente, a dinâmica da empresa e da família (Coleman e Carsky, 1999). As pequenas empresas, ao não terem acesso ao mercado público da dívida e de capitais próprios e os seus proprietários, raramente, possuem uma carteira financeira pessoal diversificada, necessitam que a maioria da riqueza destes proprietários esteja investida na empresa (Ang, 1991). Além disso, estas empresas não sofrem da responsabilidade limitada associada às empresas de maior dimensão, dado o património pessoal dos proprietários funcionar frequentemente como garantia perante credores. Este tipo de empresas tem maiores problemas de assimetria de informação (Ang, 1992) dado a sua informação financeira não ser auditada, pelo menos, ao nível do que ocorre para as empresas de maiores dimensões.

II.4. A Propriedade Familiar e a Escolha das Fontes de Dívida

Barclay e Smith (1995b) consideram a explicação da escolha das fontes de dívida pelas empresas como a questão central das finanças empresariais. As diferentes fontes de dívida diferem essencialmente ao nível da maturidade, direitos, cláusulas restritivas e prioridade. As principais fontes de dívida usadas pelas empresas, sejam elas familiares ou não, são a dívida bancária e o *leasing*.

O mercado financeiro português é baseado no sistema de instituições bancárias. Neste sistema são estas instituições a fornecer a maioria da dívida à economia. No caso do sistema financeiro baseado no mercado, as empresas obtêm a maioria dos fundos através do mercado de capitais emitindo obrigações ou capital próprio (Schmukler e Vesperoni, 2001). As instituições bancárias possuem uma vantagem comparativa no financiamento das empresas porque podem mitigar o problema da assimetria de informação (Diamond, 1984 e 1991b). Estas instituições podem, mais facilmente, avaliar e controlar as empresas comparativamente a outros tipos de credores em resultado da sua relação com as empresas (Ghosh, 2007). Esta vantagem das instituições financeiras ocorre porque comportam menos custos na obtenção e processamento de informação comparativamente a outras instituições e possuem informação privada sobre as empresas que não está publicamente disponível (Rungsomboon, 2005).

O *leasing* é um contrato entre o locador e locatário, no qual este paga ao primeiro, uma renda periódica, em troca do uso do activo e findo o contrato, o locatário pode adquirir o activo por um valor residual pré-determinado. As empresas usam o *leasing* como alternativa à emissão

de outras fontes de dívida. O *leasing* pode permitir à empresa locatária diminuir o risco de obsolescência técnica dos activos, não afectar o limite de crédito disponível e, eventualmente, beneficiar de poupança fiscal. A análise dos factores determinantes da decisão de usar *leasing* é claramente uma questão empírica com alguma importância (Adams e Hardwick, 1998).

O estudo do *leasing* na literatura financeira começou apenas por se centrar nas considerações fiscais e da sua diferença face a outras fontes de financiamento. Posteriormente, foi introduzido o contexto dos contratos financeiros (Mehran et al, 1999). De acordo com esta ultima abordagem, as características da empresa, tais como, risco do negócio e a natureza das oportunidades de investimento, afectam os custos de transacção e a escolha do *leasing* comparativamente à opção de aquisição dos activos (estes aspectos foram comprovados por Barclay e Smith, 1995b; Sharpe e Nguyen, 1995 e Graham et al, 1998). A estrutura da propriedade da empresa também constitui um factor de relevo na decisão do uso do *leasing* por determinar os incentivos dos investidores e dos gestores, bem como, a monitorização da gestão pelos proprietários. Por exemplo, um gestor com uma grande quota de propriedade da empresa pode preferir o *leasing* para reduzir a exposição ao risco de obsolescência ou outros riscos específicos dos activos.

Os direitos fixos da dívida expõem a gestão a maiores níveis de risco, mas estes podem reduzir os custos de agência dada a obrigação do pagamento dos fluxos de caixa. Os gestores de empresas com o capital disperso podem optar por reduzir o seu nível de risco usando com menos intensidade a dívida. No entanto, os gestores com elevada participação no capital da empresa podem recorrer mais à dívida dado o seu papel como proprietários permitir obter os benefícios da redução dos custos de agência (Mehran et al, 1999). Kim e Sorensen (1986) referem que o financiamento através de dívida pode permitir aos gestores – proprietários manterem o controlo da empresa. Flath (1980) refere o facto de o *leasing* ser mais atractivo para os indivíduos e empresas de capital fechado do que para as empresas com capital aberto. A dívida tradicional (por exemplo, bancária) e o *leasing* expõem os proprietários destas empresas ao risco financeiro das obrigações fixas mas diferem na alocação do risco do valor do activo. Smith e Wakeman (1985) apontam para uma maior capacidade das empresas de *leasing* para suportar esse risco.

O problema da substituição dos activos pode ser reduzido com a utilização de dívida com direitos de elevada prioridade, tais como a dívida garantida ou *leasing* (Stulz e Johnson,

1985). Em caso de insolvência, o *leasing* apresenta uma elevada prioridade (Barclay e Smith, 1995b e Krishnan e Moyer, 1994).

Segundo Krishnan e Moyer (1994), as empresas utilizadoras de *leasing* apresentam menor proporção de resultados retidos em relação ao activo total, elevadas taxas de crescimento, reduzidos rácios de cobertura dos juros pelo resultado de exploração, elevados rácios de endividamento, elevado risco operacional e reduzido valores no *Z score* de Altman comparativamente às empresas não utilizadoras desta fonte. O *leasing* apresenta, para a entidade financiadora, menores custos de falência comparativamente a outras fontes de dívida, como a bancária. Contudo, os custos de transacção do *leasing* tendem a ser superiores. Desta forma, o *trade-off* entre os custos de falência e de transacção pode explicar a preferência pelo financiamento através de dívida bancária pelas empresas com maior solvabilidade e pelo *leasing* pelas empresas com menor solvabilidade. Sharpe e Nguyen (1995) também apresentaram uma forte presença do *leasing* como fonte de financiamento em empresas com reduzidos fluxos de caixa e expostas a elevados custos financeiros nos fundos externos.

O sector de actividade também pode apresentar alguma influência sobre a decisão de recurso ao *leasing* ou dívida bancária. Krishnan e Moyer (1994) referem o *leasing* como sendo uma fonte de financiamento menos comum para a indústria transformadora, onde os activos assumem uma especificidade maior comparativamente a outros sectores. Finucane (1988) refere uma forte presença de financiamento através de *leasing* nas empresas do sector da aviação e do retalho, concluindo pela existência de determinados sectores de actividade com maiores níveis de *leasing* comparativamente a outros sectores.

Na literatura financeira tem permanecido a questão sobre a forma como o *leasing* e o financiamento bancário interagem na decisão de financiamento, especificamente, se estas duas fontes são substitutas ou complementares. A teoria financeira sugere que o *leasing* e a dívida bancária são substitutos por ambas as fontes significarem a contratação de obrigações fixas que reduzem a capacidade de endividamento da empresa (Deloof e Verschueren, 1999). Contudo, Mehran et al (1999) referem que esta é uma das questões mais controversas na literatura empírica, dada a existência de trabalhos que apontam as duas fontes como substitutas (Marston e Harris, 1988, Deloof e Verschueren, 1999) e de estudos que, pelo contrário, apresentam a complementaridade das duas fontes (Bowman, 1980, Ang e Petersen, 1984, Finucane, 1988). Há ainda estudos (Deloof e Verschueren, 1999) que indicam que a

relação entre o financiamento através do *leasing* e o financiamento através de outro tipo de dívida depende da classe dimensional da empresa, sendo a relação apenas significativa no caso das grandes empresas.

O aspecto fiscal e de menores custos relativos foram considerados os principais factores de uso do *leasing* pelas empresas (Drury e Braund, 1990). Segundo Ezzell e Vora (2001), os ganhos económicos derivados do uso do *leasing* estão positivamente relacionados com os custos de financiamento externos. O *leasing* reduz estes custos que estão relacionados com a selecção adversa que surge nos mercados com assimetria de informação.

As empresas que enfrentam elevados custos nos fundos externos podem economizar no custo de financiamento através do uso de *leasing* pela redução do prémio de risco associado aos problemas da assimetria de informação e de agência (Sharpe e Nguyen, 1995). A influência das imperfeições do mercado financeiro (assimetria de informação, problemas de agência, etc.) sobre a estrutura de capitais das empresas e das políticas de financiamento tem sido extensivamente analisada mas o papel do *leasing* neste processo tem tido uma reduzida atenção. O *leasing* financeiro funciona como um empréstimo com garantia (Sharpe e Nguyen, 1995). Empresas com elevados rácios de endividamento suportam um incremento dos custos de transacção. Desta forma, o uso do *leasing* pode compensar a necessidade de fundos entre as empresas com maiores dificuldades de acesso aos mercados financeiros (Adams e Hardwick, 1998). Estes autores comprovaram uma relação positiva do uso do *leasing* com o nível de endividamento da empresa e a concentração da propriedade.

A dimensão da empresa está positivamente correlacionada com a qualidade da informação divulgada sobre as suas operações. Desta forma, as empresas de menor dimensão apresentam uma maior probabilidade de recorrerem ao *leasing* por sofrerem mais de problemas de acesso ao mercado financeiro em função dos seus problemas de assimetria de informação e de agência (Sharpe e Nguyen, 1995). Os autores comprovaram um maior peso do *leasing* nas empresas de menor dimensão comparativamente às maiores empresas, principalmente, na indústria transformadora.

Estes aspectos enunciados na literatura financeira levaram à identificação do objectivo deste estudo de procurar avaliar a influência do factor propriedade familiar sobre a escolha do tipo de dívida a emitir. De facto, uma corrente da literatura apresenta uma menor propensão das

empresas familiares para recorrer à dívida dada a sua aversão ao risco financeiro. Como as diversas fontes de dívida, por exemplo, o *leasing* e a dívida bancária, apresentam níveis de risco diferentes, é de esperar uma eventual preferência das empresas familiares pelas fontes de dívida com menos risco.

II.5. A Propriedade Familiar e a Maturidade da Dívida

A importância da compreensão da maturidade da dívida tem assumido, recentemente, algum reconhecimento na literatura financeira e um importante progresso tem sido realizado na sua análise (Ruiz e Medina, 2003). Barclay e Smith (1995a) enfatizam a importância desta questão e realizam um estudo empírico dos determinantes da maturidade da dívida nas empresas. Neste âmbito, Ruiz e Medina (2003) retomam o clássico conceito de equilíbrio financeiro mínimo e referem que a escolha natural do financiamento do projecto seria igualar a maturidade da dívida com a maturidade da geração de fluxos de caixa, de forma a garantir a capacidade da empresa em liquidar o empréstimo. Além disso, o tempo que decorre permite aos financiadores avaliarem a situação do projecto e diminuir a taxa. Assim, as empresas em boa situação financeira podem estar mais disponíveis para obter dívida de mais curto prazo porque nova informação será produzida e os financiadores poderão avaliar o quanto o projecto é bom e, desta forma, as empresas conseguem um refinanciamento em melhores condições. No entanto, esta maturidade incrementa o risco (exigência, cancelamento do financiamento caso as notícias sejam más, etc.). Assim, os autores acabaram por encontrar uma relação positiva entre a aversão ao risco e o uso de dívida de longo prazo.

A maturidade da dívida assume um papel fundamental no processo de financiamento das empresas. Este aspecto assume especial relevo nas pequenas empresas que sofrem grandes dificuldades no acesso ao mercado financeiro da dívida de longo prazo, pelo que a maioria dos seus fundos provêm de financiamentos de curto prazo. Particularmente, os bancos preferem emprestar fundos a curto prazo e não a longo prazo, para evitar correr riscos quando financiam as pequenas empresas. Com efeito, como os reembolsos dos empréstimos são, habitualmente, realizados através de contas bancárias, os bancos financiadores são os primeiros a saber quando uma empresa enfrenta uma situação de dificuldades financeiras. Estas instituições detêm a capacidade para não renovar o financiamento de curto prazo quando este atinge a maturidade (Pindado et al, 2006).

Por outro lado, segundo Jun e Jen (2003), as empresas escolhem a maturidade da dívida de forma a sinalizar a qualidade dos seus projectos. A existência de problemas de assimetria de informação condiciona o acesso das empresas ao mercado financeiro, dada a dificuldade dos credores em avaliarem devidamente a sua capacidade de liquidez. Desta forma, é expectável uma relação positiva entre a qualidade informativa da empresa com a maturidade da dívida.

Lyagoubi (2006) refere recentes desenvolvimentos na teoria financeira, que sugerem a maturidade da dívida como forma de mitigar os conflitos de agência entre os proprietários das empresas familiares. Segundo Bolton e Scharstein (1990), os financiadores podem ter suficiente poder para limitar ou mesmo excluir o acesso das empresas ao mercado de capitais e a futuros pedidos de financiamento junto do mercado financeiro no caso das empresas não cumprirem as suas obrigações. Assim, partindo do pressuposto da existência de uma elevada preocupação dos proprietários das empresas familiares com a valorização da sua viabilidade, os autores sugerem a hipótese de refinanciamentos regulares para reduzir a assimetria de informação e os problemas de agência relacionados. Desta forma, as empresas obteriam um financiamento de curto prazo e teriam, em intervalos de tempo curtos, de solicitar novos fundos, correspondendo cada pedido à obrigação de divulgação da sua situação financeira e de justificação da sua performance. Esta renegociação permitiria diminuir a assimetria de informação e os problemas de agência. Estes argumentos surgem nos trabalhos de Myers (1977) e Jensen (1986).

No entanto, um elevado incremento da dívida de curto prazo aumenta o grau de exigibilidade da estrutura financeira e pode condicionar o processo de decisão porque, desta forma, os financiadores exercem um maior controlo sobre a empresa e as decisões da gestão. Assim, as empresas familiares serão mais relutantes em depender de dívida de curto prazo, tendo, por isso, preferência pela dívida de longo prazo para manterem a sua autonomia de decisão e a possibilidade de aproveitar oportunidades de crescimento futuras (Lyagoubi, 2006). No entanto, no seu estudo, os resultados desta autora parecem revelar a não existência de diferenças entre a maturidade da dívida das empresas familiares e não familiares.

A maioria dos estudos sobre a escolha da maturidade da dívida é baseada em grandes empresas cotadas e de capital aberto, sendo necessários contributos adicionais ao nível do estudo das pequenas empresas, por estas diferirem das grandes empresas em diversos aspectos (Heyman et al, 2008). Os autores salientam o contributo do seu estudo, dado se terem

centrado no sistema financeiro orientado para os bancos. A maioria dos estudos anteriores é realizada em sistemas financeiros baseados no mercado. Este aspecto pode assumir um papel relevante nos resultados dado ser referido, na literatura, o papel dos bancos como melhores monitores da dívida e estas instituições poderem mitigar os problemas de agência.

Outra lacuna apresentada pela investigação empírica realizada sobre a estrutura da dívida das empresas, resulta dos estudos sobre esta matéria apenas se terem centrado em mercados de dívida nacionais, caracterizados pela existência simultânea de fornecedores de dívida pública e privada. Desta forma, é importante o contributo de estudos em mercado financeiros com outras características (Ojah e Manrique, 2005). Os autores centraram-se no mercado de capitais espanhol. Este é dominado por fornecedores de capital privado (bancário e não bancário) e com uma reduzida ou inexistente oferta de dívida pública. A existente destina-se quase exclusivamente às emissões do sector público. Os autores caracterizam o mercado de títulos espanhol como relativamente subdesenvolvido, dado revelar um pequeno volume de transacções e elevados custos de transacção e de emissão. Este aspecto revela a importância dos contributos deste trabalho dada a semelhança existente entre o mercado financeiro espanhol e português. Contudo, o estudo anterior centrou-se nos determinantes do uso da dívida e não sobre a maturidade. Easterwood e Kadapakkam (1991) sublinham a importância do mercado privado da dívida no fornecimento de fundos às grandes empresas, no entanto, é salientado pelos autores, a maior relevância deste mercado para o financiamento das empresas de menor dimensão comparativamente ao que ocorre para as empresas de maior dimensão.

Poutziouris (2001) salienta algumas características das empresas, eventualmente, relevantes para a determinação da decisão de financiamento. As empresas familiares extrovertidas (positivamente relacionada com as aspirações de crescimento) serão mais propensas a utilizar financiamento externo. As empresas introvertidas e fechadas, fortemente aderentes ao controlo familiar, terão uma menor propensão em definir objectivos de crescimento. Consequentemente, tenderão a ser mais dependentes dos fundos gerados internamente e a adoptar abordagens mais conservadoras do financiamento. O financiamento externo das pequenas empresas de capital fechado está fortemente baseado em soluções de curta maturidade. Estas podem apresentar uma aversão ao financiamento institucional e, em particular, aos capitais próprios externos. Esta aversão ao financiamento de longo prazo é tipicamente forte nas empresas familiares.

As empresas escolhem a maturidade da dívida para reduzir os custos de agência associados aos problemas da substituição dos activos e do sub-investimento (Myers, 1977; Barnea et al, 1980; Myer e Majluf, 1984; Fama, 1990, Harris e Raviv, 1990; Hutchinson, 1995, Scherr e Hulburt, 2001). Esta abordagem apresenta a utilização da dívida de curto prazo como meio para mitigar os conflitos de interesse. Esta forma de financiamento força os gestores a produzirem informação para os investidores avaliarem a rendibilidade e o risco das decisões operacionais (Jun e Jen, 2003). Assim, no momento do vencimento da dívida, os investidores reavaliam e definem as novas condições do refinanciamento tendo por base informação actualizada. Além disso, a menor maturidade da dívida desencadeia uma monitorização efectiva por requerer reembolsos periódicos.

A problemática da agência apresentada por Jensen e Meckling (1976) resulta da separação entre a propriedade e o controlo. Esta motiva os gestores a alocar recursos a projectos que não beneficiam claramente os proprietários das empresas ou a perseguir objectivos próprios. Assim, os gestores detêm um poder discricionário para escolher a maturidade da dívida. Estes terão preferência pela maturidade mais longa para evitar uma monitorização mais frequente por parte dos credores ou do mercado financeiro (García-Teruel e Martínez-Solano, 2009). Adicionalmente, os gestores também estão preocupados com o risco financeiro da empresa. Este poderá por em causa o seu emprego (Friend e Lang, 1988). A dívida de maturidade mais curta pode reduzir o poder discricionário dos gestores devido a uma monitorização mais frequente motivada pela necessidade de renovação do financiamento, apesar de esta estratégia incrementar o risco de liquidez da empresa.

Um mecanismo alternativo para controlar o risco moral pode ser a monitorização pelas instituições bancárias. A literatura da intermediação financeira refere a vantagem das instituições bancárias face aos outros credores financeiros em função do serviço financeiro fornecido. Estas adquirem informação das empresas, às quais concedem fundos, através da supervisão dos seus activos colaterais e, desta forma, desenvolvem uma efectiva monitorização. Esta forma de funcionamento pode mitigar o problema do conflito de interesses. Além disso, o mercado financeiro da dívida de curto prazo pode ser mais efectivo na mitigação dos problemas de agência face ao mercado da dívida de longo prazo em consequência do primeiro exigir refinanciamentos frequentes (Kanatás e Qi, 2001).

Em resumo, a literatura financeira vem apontando como factores determinantes da maturidade da dívida o sub-investimento devido aos problemas de agência, à adequação da maturidade dos activos com os passivos, à assimetria de informação, ao risco de liquidez, ao aspecto fiscal e aos custos de transacção (Elyasiani et al, 2002). As teorias centradas no estudo da maturidade da dívida são geralmente classificadas em três categorias: a abordagem da sinalização ou assimetria de informação, a abordagem dos custos de agência e a abordagem fiscal (Jun e Jen, 2003; Berger et al, 2005). Outros autores como Antoniou et al (2006) adoptaram quatro abordagens ou hipóteses principais dos determinantes da maturidade da dívida: minimização fiscal, risco de liquidez e sinalização, custos de transacção e as condições do mercado de capitais.

Alguns estudos recentes da decisão de financiamento constataam ainda a existência de um número relevante de empresas sem dívida de longo prazo ou de valores reduzidos, indiciando a opção de não recorrer a esta fonte por parte das empresas (Cassar (2004), Faulkender e Petersen (2006), Kurshev e Strebulaev (2007), Strebulaev e Yang (2006) e Ramalho e Silva (2009)). Desta forma, importa clarificar a razão porque as empresas, tendo a oportunidade de aumentar o seu nível de endividamento, optam por não o fazer (Faulkender e Petersen, 2006). Neste âmbito, Ramalho e Silva (2009) sugerem que uma maior clarificação do processo da decisão de financiamento das empresas será alcançada levando em consideração o desenvolvimento deste processo em duas fases distintas. Numa primeira fase os responsáveis das empresas decidem, ou não, pela utilização de dívida de longo prazo. Numa segunda fase, caso a opção incida na sua utilização, decidem a proporção a usar. Assim, outro dos objectivos desta tese será a avaliação dos contributos separados que o atributo propriedade familiar exerce sobre estas duas decisões.

II.6. A Propriedade Familiar e o Acesso à Dívida

Uma maior clarificação do processo de financiamento das pequenas empresas será alcançada se, neste procedimento, se considerar que as escolhas da gestão são condicionadas pela disponibilidade de fundos e pelos seus custos (Barton e Mattheus, 1989). As restrições no acesso à dívida ocorrem nas situações em que bons projectos de investimento seriam realizados se existissem fundos internos suficientes, mas que são cancelados porque a disponibilidade de fundos externos é limitada devido à imperfeição dos mercados de capitais e ao custo destes fundos externos ser mais elevado comparativamente aos fundos internos. Por outras palavras, as restrições ocorrem quando os investimentos são afectados pela dimensão

dos fundos internos, dada a diferença existente entre o custo dos fundos internos e externos (Kim, 1999). Esta diferença entre os custos das duas fontes de financiamento resulta da imperfeição do mercado de capitais. As empresas caracterizadas por elevadas imperfeições informacionais suportam maiores problemas de restrições de financiamento (Agca e Mozumdar, 2008).

Uma empresa está financeiramente restringida quando o credor (geralmente um banco) oferece menos capital do que é socialmente óptimo tendo em conta a taxa de juro vigente. O montante socialmente óptimo é aquele que maximiza a função objectivo de uma das partes (da empresa) sem prejuízo para a outra parte (o banco), recebendo, pelo menos, o mínimo necessário para se manter em actividade (Cressy, 2007). O autor distingue dois tipos de pequenas empresas que determinam duas atitudes em relação ao uso da dívida bancária: a *Típica* e a *Sofisticada*¹⁵. A primeira possui as características comuns à maioria das pequenas empresas. Um micro negócio gerido pelo seu proprietário, motivado por um desejo de independência, de um negócio próprio ou fuga ao desemprego, constituindo um meio de sustento familiar. O proprietário tipicamente tem baixas qualificações académicas e, por vezes, tem alguma experiência na área de actividade. Geralmente, este tipo de empreendimentos não é muito rendível, não sendo orientado para o crescimento e possuindo muitos competidores. As pequenas empresas classificadas como típicas correspondem a cerca de 95% dos negócios na Europa e na América do Norte. Este tipo de empresas apresenta uma menor probabilidade de recorrer à dívida bancária. O segundo tipo de empresa tende a ser de responsabilidade limitada, gerida por proprietários mais qualificados, mais eficientes e com objectivos mais ambiciosos (dimensão e crescimento). Estas empresas tendem a ter elevadas taxas de rentabilidade e crescimento mas maiores necessidades de fundos externos (essencialmente, bancário). Desta forma, uma empresa sofisticada apresenta uma maior probabilidade de procurar dívida bancária, pelo que será este tipo de empresa a exhibir maior exposição às restrições no acesso à dívida bancária.

A disponibilidade e o custo do financiamento são dois factores determinantes da capacidade de crescimento de um negócio (Binks e Ennew, 1996). O acesso ao financiamento, por si só, não leva a pequena empresa a crescer, mas a sua incapacidade para o obter ou a disponibilidade restringida pode inibir esse crescimento. A existência de assimetria de informação pode criar o racionamento do crédito. A disponibilidade do negócio em fornecer

¹⁵ O autor, citando Watson (1990), refere o exemplo do Reino Unido onde, num período de 10 anos, 50% dos novos empregos foram gerados por apenas 5% dos negócios (surgindo deste facto a denominação de sofisticadas).

activos colaterais pode contrariar esse efeito e o desenvolvimento de boas relações de trabalho pode reduzir esses efeitos pela produção de fluxos informativos.

Stiglitz e Weiss (1981) e Myers e Majluf (1984) identificaram restrições no acesso a fundos externos motivados pela presença de assimetria de informação, dado os *insiders* deterem informação privada sobre o projecto que os *outsiders* não possuem. Desta forma, os fundos externos e internos não podem ser substitutos perfeitos, dado os primeiros apresentarem um custo mais elevado (apenas estarão disponíveis sob um prémio). Este custo é mais elevado face ao custo de oportunidade de fundos internos. Assim, as empresas preferem os fundos internos no momento da decisão de financiamento dos seus projectos. Esta decisão fica dependente da disponibilidade destes fundos. Saltari e Travaglini (2001), Myers (1984) e Fazzari e Athey (1987) também identificaram este facto.

Segundo Saltari e Travaglini (2001), as restrições de liquidez podem afectar a política de investimento da empresa, mesmo no caso destas restrições serem correntemente fracas. Esta situação ocorre quando, em dado momento, a empresa espera vir a sofrer, no futuro, restrições ao nível do financiamento interno, o que leva a uma diminuição da intenção de investir. Smith (1999) verificou, num estudo sobre micro empresas escocesas, que cerca de metade da amostra utilizava duas a três fontes de financiamento entre seis possíveis origens de fundos. Entre estas, as empresas com uma performance mais elevada tendiam a usar mais fontes de financiamento comparativamente às empresas com menor performance. Reid (1996) apresenta o comportamento dos gestores-proprietários das pequenas empresas que experimentaram restrições financeiras, os quais tendem a pensar ultrapassar estes problemas com mais apoio financeiro da família e amigos e a esperarem da banca, uma política de empréstimos mais permissiva.

Haynes et al (1999) apresentam a situação das pequenas empresas, onde os agregados familiares não possuem recursos financeiros disponíveis, poderem estar numa situação precária por não existir capacidade do agregado familiar para financiar a empresa ou de possibilitar o seu acesso ao mercado financeiro, surgindo a família e os amigos externos como alternativas. Nykvist (2008) sublinha o facto de diferentes negócios requererem níveis iniciais de capital substancialmente diferentes. Desta forma, a riqueza do agregado familiar assume maior importância nos negócios que exigem mais capital inicial.

Berger e Udell (2002) concluíram que as pequenas empresas estão substancialmente dependentes do financiamento interno, quer na forma de capitais próprios privados (o fornecido pelos proprietários e o gerado pela empresa), quer na forma de dívida privada (financiamento dos sócios ou outros indivíduos). Esta dependência resulta da assimetria de informação deste tipo de empresas, o que é consistente com os argumentos das teorias baseadas na assimetria de informação e na *pecking order*. O financiamento interno não está associado a esses problemas de assimetria de informação e permite ao proprietário manter um elevado controlo da empresa. As empresas que recorrem ao financiamento externo usam a banca como principal fonte de financiamento.

Segundo Cressy (2007), fundamentando-se nos contributos de diversos trabalhos (tais como, Cressy, 1993, 1996; Petersen e Rajan, 1994; Cosh e Hughes, 1994; Berger e Udell, 1998), o financiamento bancário é a principal fonte de financiamento externa das pequenas empresas. No entanto, nos últimos anos tem-se generalizado a crença na academia e em alguns ciclos políticos de que estas empresas não obtêm os fundos bancários que desejam ou necessitam.

As empresas de menor dimensão revelam uma grande dependência das instituições financeiras para obter fundos externos dado não possuírem acesso ao mercado de capitais. Este facto torna-as mais vulneráveis aos ciclos dos mercados financeiros. As crises no sistema financeiro e, especificamente, no sistema bancário, têm significativos impactos no crédito fornecido ou disponibilizado às empresas. Este aspecto assume maior relevância porque, tipicamente, as grandes empresas obtêm financiamento nos mercados de títulos de dívida e as pequenas empresas dependem dos intermediários financeiros, particularmente dos bancos comerciais, para obter financiamento (Berger e Udell, 2002). A relação existente entre as empresas e as entidades bancárias assume um papel relevante no processo de financiamento, principalmente nas empresas de menor dimensão. Nestas, os problemas de assimetria de informação são mais evidentes relativamente às empresas de maiores dimensões, originando um processo diferenciado de financiamento entre os dois tipos de empresas.

Harvey e Evans (1995) salientam o facto da relação entre a empresa familiar e o banco poder ser mais uma relação pessoal do que de negócio racional. Esta é mantida com base na relação pessoal e de amizade existente entre os responsáveis das duas organizações. O colapso do sistema financeiro, a integração das instituições e a centralização pode afectar o acesso ao financiamento (principalmente, em pequenas cidades) porque os novos bancos podem não

existir nessa cidade ou a relação de amizade desaparecer, condicionando o acesso ao mercado financeiro. Um aspecto relevante neste tipo de relações é a duração da mesma. Quanto maior for o historial de pagamentos efectuados pelo mutuário (uma empresa) de um empréstimo, maior será a probabilidade do negócio ser considerado viável e os seus responsáveis fiáveis. O credor, condicionado ao historial do devedor, pode esperar que futuros financiamentos sejam menos arriscados, incrementando a sua disponibilidade para fornecer fundos. O estudo do historial do devedor face às suas obrigações (credores, empregados, etc.) pode reduzir uma eventual assimetria de informação face ao potencial financiador.

O recurso à dívida bancária pode ser determinado pela existência de uma relação de longo prazo entre as partes. Esta não assumirá a mesma relevância no financiamento através do mercado de títulos de dívida. A razão resulta dessa relação poder colmatar ou reduzir os problemas da assimetria de informação dado assumir um papel relevante na transmissão e fornecimento de informação à entidade bancária. As pequenas empresas com relações de longo prazo com a banca obtêm os seus financiamentos a custos mais baixos e possuem menores probabilidade de penhora dos activos colaterais comparativamente às outras pequenas empresas (Berger e Udell, 1995; Petersen e Rajan, 1994). Este facto ocorre porque, ao contrário da maioria dos mercados onde o preço é estabelecido pela relação oferta e procura, no mercado financeiro acresce a análise do risco apresentado pela entidade que procura os fundos (Petersen e Rajan, 1994). Os bancos resolvem os problemas de assimetria de informação através da produção e análise de informações e da definição de termos nos contratos de empréstimo, tais como a taxa de juro aplicada ou a exigência de garantias, para melhorar os incentivos do mutuário (Berger e Udell, 1995). Estes resultados são consistentes com a literatura da intermediação financeira onde se enfatiza a produção de informação privada pelas entidades bancárias sobre os seus financiados. A informação sobre as empresas obtida pelas entidades bancárias não resulta apenas da transmissão resultante da relação do financiamento. Esta também surge porque estas entidades fornecem uma diversidade de produtos (aplicações, *factoring*, seguros, etc) (Petersen e Rajan, 1994)¹⁶.

O incremento da informação disponível pode não significar uma redução no custo de financiamento para as empresas, já que este depende da competitividade do mercado (a qual,

¹⁶ Em certos momentos, como os ocorridos no começo de uma recuperação económica, as empresas terão maiores necessidades de fundo de maneiio para financiar expansão da produção. Contudo, em resultado de uma percepção não razoável dos bancos de que as pequenas empresas poderão estar expostas a elevados riscos, a disponibilidade de financiamento estará dependente das empresa e dos bancos trabalharem de forma mais cooperativa na partilha da informação e avaliação dos riscos (Keasey e Watson, 1994).

por sua vez, é função do número de entidades presentes e da informação detida por cada uma). Se no mercado, a informação não for facilmente transmitida entre as diversas entidades, uma adquire o monopólio da informação obtida do seu cliente e obtém uma vantagem face à restante concorrência (Petersen e Rajan, 1994).

Rajan (1992) elaborou uma distinção entre duas fontes de crédito dada a sua capacidade de obter e aceder à informação sobre o devedor. Um banco que empresta fundos a uma empresa com um projecto pode obter informação privilegiada sobre as características desse projecto durante o processo, dado a empresa não poder transmitir a outras instituições a mesma informação (existem dados relevantes sobre o projecto que não convém divulgar por terceiros). Mais, o banco pode facilmente renegociar a dívida por ser monopolístico e ter fácil acesso ao devedor. Um credor tipo “*arm’s-length*”¹⁷ como um obrigacionista apenas recebe informação pública. É difícil contactar investidores dispersos e qualquer renegociação sofre de problemas de informação e *free-rider*¹⁸. Contudo, o banco pode monitorizar a empresa e controlar as suas decisões de investimento. Se, neste processo, o banco alterar a forma como os resultados são distribuídos, os incentivos da empresa são distorcidos.

As restrições no acesso à dívida podem interferir com os mecanismos de selecção do mercado e formar a estrutura dos mesmos por vias que não são necessariamente consistentes com a eficiência. Dada a presença de importantes custos irrecuperáveis de entrada na maioria dos mercados, é expectável que as empresas restringidas financeiramente encontrem mais dificuldades em crescer e mesmo em sobreviver. As restrições de financiamento incrementam significativamente a probabilidade de saída do mercado. O acesso a recursos financeiros externos tem um efeito positivo no crescimento da empresa em termos de vendas, capitalização bolsista e emprego. No entanto, a existência de restrições de financiamento está positivamente relacionada com o crescimento da produtividade a curto prazo (Musso e Schiavo, 2008). As empresas com restrições no acesso à dívida necessitam de reduzir custos em ordem a gerar recursos que elas não conseguem obter do mercado financeiro e este factor, potencialmente, incrementa a eficiência.

O financiamento das empresas de menor dimensão através dos intermediários financeiros pode ser classificado em quatro categorias ou “*tecnologias*”. Nomeadamente, o financiamento

¹⁷ Um investidor externo à empresa e que apenas obtém a informação divulgada ao público, em geral.

¹⁸ O termo *free-rider* é usado para descrever o comportamento de um investidor que beneficia das transacções ou operações realizadas por outros investidores da mesma categoria (accionista, obrigacionista, etc) sem ter participado nessas operações (Vernimmen et al, 2009).

pode ser baseado nas demonstrações financeiras; nos activos; no *rating* de crédito e, por fim, na relação pessoal. Esta última constitui uma das tecnologias mais fortes para reduzir os problemas de assimetria de informação nas finanças das pequenas empresas¹⁹. As três primeiras são, geralmente, denominadas de financiamento baseado na transacção, reduzindo-se assim as quatro formas anteriores a apenas dois modos de comportamento da banca. O comportamento baseado na relação pessoal possui uma informação mais difícil de quantificar (mais subjectiva) e transmitida pelos canais normais da organização interna da instituição financeira (esta informação refere-se, geralmente, ao carácter e grau de confiabilidade revelado pelo proprietário da empresa). O comportamento baseado na transacção utiliza uma informação mais fácil de quantificar (mais objectiva)²⁰ (Berger e Udell, 2002).

Schiantararelli e Sembenelli (2000) observam uma relação entre a propriedade do capital e as restrições de financiamento. As empresas pertencentes a grupos económicos tendem a conseguir aliviar as imperfeições do mercado de capitais comparativamente a empresas independentes. Estas tendem a deter maiores dificuldades em substituir os fundos gerados internamente por dívida. Desta forma, as decisões de investimento destas empresas possuem uma maior dependência dos fundos gerados internamente.

Um grande número de estudos empíricos direccionados para a problemática das restrições de financiamento tem-se centrado, principalmente, na relação entre o investimento e a disponibilidade de fundos internos. Uma estratégia empírica usualmente adoptada para detectar a existência de restrições de financiamento tem sido a segmentação, à priori, da amostra em subgrupos de empresas com diferentes probabilidades de enfrentar dificuldades financeiras e testar se os fluxos de caixa desempenham um papel diferente na explicação da decisão de investimento (Musso e Schiavo, 2008)²¹. No entanto, na literatura financeira tem

¹⁹ Nesta tecnologia, a banca adquire informação ao longo de todo o contacto com a empresa e com os seus proprietários e, em simultâneo, com a sua comunidade local em variadas dimensões e usa esta informação nas suas decisões sobre a disponibilidade e termos do crédito para a empresa.

²⁰ O financiamento baseado nas demonstrações financeiras centra-se na informação retirada das demonstrações financeiras das empresas. A decisão de conceder e os termos do contracto de empréstimo são, principalmente, baseados na 'força' do balanço e da demonstração de resultados. Esta abordagem é mais adequada para empresas relativamente transparentes e com as demonstrações financeiras certificadas. Esta via é normalmente utilizada na concessão de crédito às grandes empresas. O financiamento baseado nos activos, centra-se na qualidade do valor colateral dos activos detidos pela empresa. Esta via exige, por parte da banca, uma monitorização mais intensiva e custosa, dado, muitos desses activos corresponderem a existências e dívidas a receber. Este via está disponível para as pequenas empresas. O financiamento baseado no *rating* resulta da adaptação da análise discriminante e de outras técnicas estatísticas no crédito ao consumo. Desta forma, quantifica-se a capacidade de solvência da empresa. O financiamento baseado na relação centra-se na informação associada à empresa e ao seu proprietário obtida ao longo do histórico da relação e junto da comunidade (clientes, fornecedores, etc). Este último tipo de informação é mais difícil de transmitir, observar e verificar por outras entidades ou indivíduos. A informação baseada na corrente da transacção é criada com base em critérios objectivos, tal como, rácios financeiros e assim, mais facilmente verificada, observada e transmitida. Desta forma, cada uma destas abordagens implica uma estrutura organizativa da banca diferente. (ver Berger e Udell, 2002 para mais desenvolvimentos).

²¹ Por exemplo, empresas com baixos rácios de pagamento de dividendos (provavelmente com restrições de financiamento) apresentam uma elevada sensibilidade entre o investimento e os cash flows (Fazzari et al, 1988).

emergido uma forte preocupação com a forma de medir as restrições de financiamento das empresas. Esta preocupação resulta da existência de duas importantes áreas de pesquisa nas finanças empresariais: o estudo da forma como as empresas desenvolvem a sua gestão financeira e os efeitos das restrições de financiamento no comportamento da empresa (Almeida et al, 2004).

A sobrevivência das empresas familiares constitui uma problemática emergente na literatura financeira dada a dificuldade deste tipo de empreendimentos permanecer após a passagem às gerações seguintes. No âmbito da grande mortalidade destas empresas, Filbeck e Lee (2000) apontam como causas prováveis da sua taxa de insucesso, além das especificidades das mesmas (por exemplo, questões da sucessão), as questões da gestão financeira dado estas serem vitais para o seu sucesso. De Visscher et al (1995) referem ser o financiamento um dos desafios enfrentados pelas empresas familiares e muito destes negócios falharem por insuficiência de capital e liquidez. No entanto, como se percebe facilmente do exposto, o grande enfoque da literatura financeira tem sido a forma como a dimensão da empresa afecta o seu acesso ao crédito. Em contrapartida, poucos estudos procuraram explicar a forma como a propriedade familiar condiciona o acesso à dívida. Assim, um dos objectivos desta tese é avaliar a forma como a propriedade familiar influencia o acesso das empresas à dívida financeira. Nesta abordagem usa-se um modelo econométrico que permite considerar explicitamente os dois lados da questão: a procura e a oferta de financiamento.

II.7. Metodologias Utilizadas no Estudo da Estrutura de Capitais

A questão econométrica constitui uma problemática relevante e determinante no âmbito do estudo da decisão de financiamento das empresas. De entre os modelos econométricos utilizados no estudo dos factores determinantes da estrutura de capitais das empresas, verifica-se uma clara predominância da utilização do modelo da regressão linear (Titman e Wessels, 1988; Alonso, 2000; Rajan e Zingales, 1995; Booth et al, 2001 e Aybar-Arías et al, 2000). A maior parte dos estudos não apresenta uma justificação para a admissão do pressuposto da existência de uma relação linear entre as variáveis explicativas e a dívida em detrimento de outras relações do tipo não linear. Na verdade, a opção pela utilização de um modelo linear parece dever-se, principalmente, ao facto de ser uma abordagem simples. Contudo, Titman e Wessels (1988) alertam para o facto da literatura financeira apresentar uma extensa discussão sobre os atributos e a forma como estes influenciam, em teoria, a

escolha da estrutura de capitais mas, no entanto, as teorias não especificam a forma funcional como os atributos se relacionam com os rácios da dívida.

O Modelo de Regressão Linear Múltipla Clássica (Greene, 2000) com dados seccionais (*Cross Section*) é utilizado em estudos econométricos por constituir um bom instrumento descritivo, na medida em que permite apresentar o poder explicativo de variáveis independentes face a variáveis dependentes. O método dos mínimos quadrados (*Ordinary Least Squares - OLS*) permite estimar os parâmetros da regressão, sendo considerado o método mais comum de estimação dos parâmetros do modelo de regressão linear.

O Modelo da Regressão Linear Múltipla Clássica assume a seguinte relação:

$$E(Y | X) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k \quad 2.1$$

A variável Y refere-se à variável dependente, X corresponde às k variáveis explicativas e β_0 corresponde à intersecção da recta com o eixo dos yy , sendo habitualmente denominado de constante. Os restantes β_i são os coeficientes das variáveis explicativas.

Apesar da sua significativa utilização, o modelo de regressão linear pode não ser a escolha mais apropriada em virtude das características associadas ao objecto em estudo. Normalmente, para se representar o produto da decisão de financiamento de uma dada empresa, é utilizado o rácio de dívida. Este, por definição, assume uma característica muito específica, que consiste em apresentar valores entre 0 e 1, sendo a opção pelo endividamento nulo assumida de forma relevante pelos responsáveis de algumas empresas (ver Strebulaev e Yang, 2006). Desde logo, o modelo de regressão linear apresenta problemas de especificação que podem levar a resultados enviesados e que consiste na estimação a partir desta forma funcional poder apresentar valores fora do intervalo unitário. Além disso, a relação linear assume o mesmo nível de efeito das variáveis independentes para todos os níveis de dívida. Este facto significa que as variáveis independentes afectam da mesma forma as empresas com um endividamento elevado comparativamente às empresas com um endividamento mais reduzido. Em termos económicos e financeiros e no âmbito da gestão financeira das empresas, este parece ser claramente um aspecto inexequível. As empresas com um mais

²² Quando o modelo é apresentado da seguinte forma: $Y | X = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon$, ε é a variável aleatória residual, na qual se procuram incluir todas as influências no comportamento de Y_i que não são explicadas pelo comportamento das variáveis explicativas

elevado nível de dívida apresentam, normalmente, uma menor capacidade de financiamento. Frank e Goyal (2004) identificam diversas questões econométricas que podem afectar a análise de regressão dos rácios de dívida (por exemplo, falta de dados, não eliminação de enviesamentos, *outliers*) mas nunca referindo as delimitações naturais dos rácios de dívida utilizados nos estudos empíricos. No entanto, este aspecto é uma condição crucial na determinação dos modelos adequados.

Em função das limitações anteriormente apontadas ao modelo de regressão linear, diversos autores têm procurado utilizar outras formas funcionais alternativas, entre elas, modelos não lineares e que considerem a delimitação dos rácios de dívida. Assim, como a variável dependente mais frequentemente utilizada possui as características de assumir valores entre zero e um, esses autores têm defendido a utilização de modelos próprios para variáveis com essas características. Uma via utilizada é a aplicação da transformação logística:

$$E(Y | X) = \frac{e^{X\beta}}{1 + e^{X\beta}} \quad 2.2$$

No entanto, a estimação através desta transformação exige técnicas não lineares e a preferência de alguns autores para a utilização de um processo linear na estimação leva à aplicação do Log Odds Ratio que corresponde à linearização da transformação logística e que permite a utilização da metodologia OLS para a estimação dos coeficientes. O modelo Log Odds Ratio é especificado da seguinte forma:

$$E \left[\text{Log} \left(\frac{Y}{1-Y} \right) | X \right] = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k \quad 2.3$$

Em alternativa às formas funcionais lineares, o Modelo de Regressão para Dados Fraccionários (FRM) pode ser uma via mais adequada em resultado das características do objecto de estudo. Segundo Ramalho e Silva (2009), este modelo permite explicar o comportamento de uma variável dependente caracterizada por assumir valores entre 0 e 1 e apresentar um largo número de valores zero. Este modelo é especificado da seguinte forma:

$$E(Y | X) = G(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k) \quad 2.4$$

A função não linear $G(\cdot)$ satisfaz a condição $0 < G(\cdot) < 1$ e existem diversas hipóteses de escolha, como explicado em detalhe na secção IV.3.1 desta tese. Para mais detalhes sobre o FRM, pode-se consultar o recente *survey* de Ramalho et al (2010).

Em função de uma das características assumidas por algumas variáveis dependentes no estudo dos determinantes da estrutura de capitais (por exemplo, a dívida de longo prazo tende a apresentar o valor zero para um elevado número de empresas), alguns autores (por exemplo, Rajan e Zingales, 1995) propõem a utilização do modelo Tobit. Segundo Wooldridge (2003), este modelo adequa-se a situações em que a variável dependente se apresenta limitada e com uma resposta de solução de canto, enquanto que os valores positivos se apresentam aproximadamente distribuídos de uma forma contínua. O Modelo Tobit é especificado da seguinte forma:

$$E(Y_i | X_i) = \Phi\left(\frac{X_i\beta}{\sigma}\right)X_i\beta + \sigma\phi\left(\frac{X_i\beta}{\sigma}\right) \quad 2.5$$

onde $\Phi(\cdot)$ é a função de distribuição cumulativa normal padrão, $\phi(\cdot)$ corresponde à função densidade normal padrão e σ é o desvio padrão de $\varepsilon = Y - X\beta$. Apesar de Wooldridge apresentar diversas razões de aplicação desta forma funcional, esta pode também não ser a mais apropriada no caso dos modelos associados ao rácio de dívida por sofrer de alguns inconvenientes. Ramalho e Silva (2009) referem três lacunas desta forma funcional. A primeira refere-se à utilização apenas da delimitação inferior (zero) quando, normalmente, o rácio do endividamento apresenta um limite superior igual a 1. Segundo, a censura no valor zero não permite analisar devidamente a decisão de financiamento porque o valor zero corresponde a uma escolha e não a uma censura. Terceiro, o modelo Tobit é muito rigoroso nos seus pressupostos quanto ao termo do erro do modelo latente (ε) que tem que ser homocedástico e possuir uma distribuição normal.

Um aspecto emergente nos estudos empíricos sobre a decisão de financiamento e relevante para a decisão do modelo funcional a aplicar, é a separação da análise dos factores determinantes da decisão de utilização de dívida dos factores que determinam a proporção de dívida, para o que pode ser usado o chamado Modelo de Regressão a Duas Partes para Dados Fraccionários proposto por Ramalho e Silva (2009), o qual é explicado em detalhe na secção IV.3.3. desta tese.

Esta revisão da literatura no âmbito das opções metodológicas para o estudo dos determinantes da decisão de financiamento permitiu salientar algumas das lacunas das formas funcionais tradicionalmente adoptadas. Ao contrário dos modelos tradicionais, toda a metodologia econométrica que será utilizada neste trabalho tem em conta as características dos rácios de dívida que constituem as variáveis dependentes dos diversos modelos.

II.8. Resumo

O trabalho de MM (1958) constitui um marco no âmbito das teorias da estrutura de capitais. Essencialmente, estas teorias procuram contribuir para a clarificação dos determinantes do processo de financiamento das empresas. A proposta da irrelevância da estrutura de capitais sobre o valor da empresa, inicialmente difundida pelos autores, teve a virtualidade de fazer emergir várias abordagens, consubstanciadas na utilização de diferentes factores que podem influenciar a decisão de escolha das fontes de financiamento, tais como: fiscais, relações de agência, custos de falência, assimetria de informação, estratégia, custos de transacção e controlo da empresa.

A propriedade e/ou o controlo da empresa tem assumido uma papel chave na literatura financeira como factor relevante na determinação do processo de decisão. Contudo, a clarificação da influência da propriedade familiar na decisão de financiamento ainda permanece uma grande lacuna na literatura financeira. Este tipo de empresas possui uma grande variedade de características únicas e distintivas das restantes, podendo implicar diferentes influências no processo da decisão de financiamento, face ao apontado para a generalidade das empresas. A sobreposição da unidade familiar e da unidade empresarial pode gerar atitudes particulares em relação ao processo de decisão de financiamento.

A propriedade familiar pode reduzir alguns problemas de agência associados à separação da propriedade e da gestão mas fazer emergir outros problemas específicos como o auto-controlo e o altruísmo. Além disso, a propriedade familiar pode determinar atitudes e preferências específicas dos responsáveis destas empresas sobre determinadas fontes de financiamento. É referido na literatura financeira das empresas familiares que a posição conservadora dos seus responsáveis pode resultar em menores níveis de dívida em comparação com as não familiares. A preocupação com o controlo e a passagem da empresa às gerações seguintes constitui argumento justificativo do uso de um menor endividamento. Estes factos, em

conjunto com uma maior aversão dos responsáveis destas empresas em abrir o capital da empresa a terceiros, podem levar ao condicionamento do crescimento da empresa.

A maturidade e o ciclo de vida das empresas constituem um factor chave na determinação do processo de decisão de financiamento e dos resultados obtidos pelos diversos estudos empíricos. Uma menor maturidade ou a presença em estágios iniciais do ciclo de vida pode significar maiores necessidades e uso de dívida. As características pessoais dos responsáveis das empresas assumem uma maior relevância no processo de decisão das empresas familiares. Este tipo de empresas tende a apresentar menor dimensão e menor dispersão de capital. Desta forma, o processo de decisão tende a concentrar-se num número reduzido de indivíduos.

Um menor nível de dívida, ou mesmo um valor nulo, pode ser resultante de uma opção dos responsáveis da empresa por não necessitarem de fundos externos ou a consequência de restrições no acesso à dívida. Estas restrições podem ser função de problemas de assimetria de informação. O tipo de relação estabelecida entre as empresas e as instituições dos mercados financeiros e o tipo de garantias oferecidas, podem assumir um papel relevante na mitigação destes problemas e promover o acesso ao crédito.

Ao nível das metodologias econométricas tem sido prática corrente dos diversos estudos empíricos pressupor a existência de uma relação linear entre os rácios da dívida e as variáveis explicativas do modelo representativo de uma determinada teoria da estrutura de capital. Este pressuposto leva à adopção do modelo clássico de regressão linear na maioria dos estudos empíricos. No entanto, emerge entre a literatura financeira o entendimento de que esta forma funcional poderá não ser a mais adequada às características das variáveis em estudo.

CAPÍTULO III – DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

III.1. Introdução

O primeiro objectivo desta tese é analisar a forma como as diferenças no controlo do capital, nomeadamente se este controlo é do tipo familiar ou não, afectam as decisões de financiamento das empresas. Em particular, este estudo procura encontrar respostas para as seguintes principais questões de investigação:

- A propriedade familiar influencia a decisão sobre a estrutura de capitais das empresas?
- A propriedade familiar influencia a decisão sobre a escolha das fontes de dívida financeira?
- A propriedade familiar influencia a decisão sobre a estrutura ou maturidade da dívida financeira?
- A propriedade familiar influencia a forma das empresas acederem à dívida financeira?

O objectivo deste capítulo é a definição de hipóteses para testar as questões descritas. Estas hipóteses são apresentadas nas quatro secções seguintes deste capítulo. Na secção 3.2 formula-se o primeiro conjunto de hipóteses associadas ao estudo do impacto da propriedade familiar sobre o processo de decisão relativo à estrutura de capitais das empresas, isto é, se este factor assume uma relevância significativa na determinação deste processo. Procura-se também revelar a forma como as diferentes classes dimensionais e os sectores de actividade influenciam a decisão da estrutura de capitais das empresas. Na secção 3.3 apresentam-se as hipóteses relacionadas com o teste da influência dos factores propriedade familiar, classe dimensional e sector de actividade sobre a decisão de escolha das fontes de dívida, especificamente, bancária e *leasing*. Na secção 3.4 descrevem-se as hipóteses a testar no âmbito da influência dos três factores, propriedade familiar, classe dimensional e sector de actividade, sobre a decisão de maturidade da dívida. Na secção 3.5 apresentam-se as hipóteses para o teste da relevância dos factores propriedade familiar, classe dimensional e sector de actividade sobre a forma como as empresas acedem à dívida, especificamente, à dívida bancária e ao *leasing*. Por fim, este capítulo termina com a secção de resumo do capítulo.

III.2. Impacto do Controlo Familiar sobre a Decisão de Estrutura de Capitais

Nesta secção apresenta-se, numa primeira fase, a hipótese formulada no sentido de testar a influência do factor propriedade familiar sobre a definição da estrutura de capitais. No capítulo II evidenciou-se a existência de duas correntes na literatura financeira sobre a

caracterização da atitude das empresas familiares face ao uso da dívida. Uma corrente defende uma utilização reduzida, ou mesmo nula da dívida, em função da aversão ao risco e à perda de controlo pelos responsáveis das empresas familiares. Outra corrente salienta a semelhança na utilização da dívida entre as empresas familiares e não familiares. Ambas as correntes referem estudos empíricos a comprovar os respectivos contributos.

A primeira grande diferença das empresas familiares relativamente às não familiares é a sobreposição da família e da actividade empresarial. Este facto implica a personalização do negócio familiar, a sua transição para as relações com os *stakeholders*, a geração de atitudes, crenças e preferências particulares em relação à decisão de financiamento. O poder de decisão tende a estar concentrado num indivíduo ou família, gerando problemas de auto-controlo e altruísmo, além da possibilidade de conflitos entre os membros familiares. A propriedade familiar também determina a organização da empresa e as características dos seus recursos humanos. Aspectos como a aversão ao risco e à abertura do capital e a necessidade de manutenção do controlo levam o poder de decisão a manter-se apenas na família ou a que apenas os membros familiares possam aceder aos lugares de chefia. Estes factos irão determinar a forma como a empresa se financia.

Os aspectos acima referenciados e desenvolvidos no capítulo II permitem a formalização da seguinte hipótese:

Hipótese 1: “O factor propriedade familiar tem uma influência significativa na determinação da estrutura de capitais das empresas.”

O factor dimensão tem sido amplamente referenciado na literatura financeira como um factor determinante da decisão de financiamento em resultado das características associadas às empresas de diferentes dimensões. Estas empresas apresentam diferentes problemas de assimetria de informação e de agência, entre outros, que influenciam o acesso a determinadas fontes de financiamento. Assim, importa analisar a forma como este factor se comporta no processo da decisão de financiamento das empresas, particularmente, a sua interacção com a propriedade familiar.

A literatura financeira identifica algumas das características específicas apresentadas pelas pequenas e médias empresas, como: o capital e a gestão são controladas por um pequeno

grupo de accionistas e a independência destas empresas constitui o seu ponto-chave (Mahéroult, 2004). Estas características também são apontadas como atributos das empresas familiares. A decisão de financiamento das pequenas empresas é mais condicionada por problemas de assimetria e custos de informação do que as maiores (Ang, 1992; Ennew & Binks, 1994). Sonfield e Lussier (2004) salientam o incremento da dimensão da empresa entre as sucessivas gerações familiares como um factor, eventualmente, determinante das características da gestão.

A literatura financeira justifica uma relação positiva entre a dimensão e o financiamento através de dívida com o facto das maiores empresas apresentarem uma maior capacidade de endividamento porque, provavelmente, terão uma maior diversificação e uma menor probabilidade de falência. No entanto, a mesma literatura sugere uma relação negativa nas empresas de maior dimensão, justificada com a eventual melhor classificação de *rating* e os menores problemas de assimetria de informação, facilitando a emissão de capitais próprios e/ou dívida de médio e longo prazo. O menor risco, os menores problemas de divulgação de informação e os menores custos de financiamento permitem um maior acesso à dívida de longo prazo pelas empresas de maior dimensão (Gatward e Sharpe, 1996, Rajan e Zingales, 1995, Munro, 1996 e Titman e Wessels, 1988).

Diferentes factores podem afectar diversos tipos de empresas de diferentes formas (Myers, 2001). É esperada a existência de aspectos comuns mas também diferenciados em resultado das diferentes características assumidas por cada empresa em função da sua dimensão e das fontes de financiamento disponíveis para cada classe dimensional (Cassar, 2004; Berger e Udell, 1998). As questões sobre a estrutura de capitais das pequenas empresas são, geralmente, diferentes das enunciadas no âmbito das grandes empresas (Berger e Udell, 1998). Segundo estes autores, as pequenas empresas terão as suas necessidades de fundos, substancialmente, fornecidas por fontes “*informais*” (parceiros de negócios, família, amigos e outros), ao contrário das fontes tradicionais ou “*formais*” usadas pelas grandes empresas. Ao nível do financiamento externo²³, as primeiras recorrerão, essencialmente, ao capital próprio e dívida “*privada*”, porque estas são normalmente as únicas fontes acessíveis. As segundas poderão utilizar o mercado financeiro “*público*”. As razões principais são: a assimetria de informação das pequenas empresas, que não lhes permite emitir títulos de dívida no mercado de capitais e os elevados custos de transacção associados à emissão “*pública*” de capitais

²³ A diferença entre o financiamento interno e externo nas pequenas empresas nem sempre é claro porque os internos poderão ser chamados a entregar garantias pessoais ou empenhar bens pessoais contra financiamentos externos.

próprios e títulos de dívida associados a processos de *Due Diligence* dos mercados “públicos” e à distribuição e registo dos títulos, entre outras fontes de custos.

Voulgaris et al (2004) sublinham um maior reconhecimento, na literatura financeira, das diferenças entre as grandes e as pequenas empresas e a possibilidade destas dissemelhanças afectarem vários aspectos como a performance e a estrutura de capitais. Wald (1999), Vos e Forlong (1996) justificam um endividamento mais elevado nas empresas de maior dimensão com a separação entre a propriedade e a gestão, que eleva os custos de agência e, desta forma, incrementa a utilização da dívida para colmatar este aspecto (Jensen, 1986). Assim, considerando a interdependência que possa existir entre a propriedade familiar e a dimensão, importa analisar a forma como a interacção entre estes dois factores determina a decisão de financiamento das empresas, formulando-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: “A influência do factor propriedade familiar sobre a estrutura de capitais depende da classe dimensional a que a empresa pertence.”

Titman e Wessels (1988) apontam para a existência de uma relação entre o factor sector de actividade e o nível de dívida, ao observarem nos sectores onde imperam factores muito específicos, como os produtos e tecnologias utilizadas, custos de liquidação mais elevados e uma tendência destas empresas para diminuir os níveis de dívida. O sector de actividade é um potencial determinante da estrutura de capitais porque as empresas presentes no mesmo sector enfrentam condições de mercado semelhantes e possuem características de risco similares (Brailsford et al, 2002). Bowen et al (1982) identificaram uma diferença estatisticamente significativa entre o nível médio de dívida de diferentes sectores de actividade e, numa perspectiva dinâmica, demonstraram uma tendência das empresas caminharem para o endividamento médio do sector onde se inserem. Bradley et al (1984) também verificaram uma forte influência do sector de actividade sobre os rácios de endividamento das empresas.

A especificidade da actividade exercida pelas empresas influencia o seu endividamento por determinar diversos factores relativos às empresas como risco, investimentos, entre outros. Por exemplo, os sectores de actividade caracterizados por mais activos tangíveis podem apresentar mais dívida comparativamente às empresas detentoras de menores níveis deste tipo de activos devido ao valor colateral. Coleman e Carsky (1999) referem o facto das empresas pertencentes ao sector dos serviços poderem deter menos activos tangíveis passíveis de

funcionar como valor colateral no âmbito do financiamento. Em oposição, há também estudos como os de Gallo e Villaseca (1996) e Lyagoubi (2006) que apresentam o factor sector de actividade como não sendo relevante para a determinação da estrutura de capitais.

Poutziouris (2006) e Villalonga e Amit (2010) referem a predominância das empresas familiares em determinados sectores de actividade. Blanco-Mazagatos et al (2007) comprovam uma relação significativa entre o sector de actividade e a propriedade familiar. Chen e Nowland (2010) encontraram evidências de um maior nível de endividamento das empresas familiares comparativamente ao das outras empresas dentro do mesmo sector. Neste sentido, considerando a interdependência que possa existir entre a propriedade familiar e o sector de actividade, importa analisar a forma como a interacção entre estes dois factores determina a decisão de financiamento das empresas. Assim, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 3: “A influência do factor propriedade familiar sobre a estrutura de capitais é moderada pelo sector de actividade onde a empresa se encontra inserida.”

III.3. Impacto do Controlo Familiar sobre a Escolha das Fontes de Dívida

Nesta secção identificam-se as hipóteses relacionadas com a decisão da escolha das diferentes fontes de dívida. Particularmente, as hipóteses associadas à forma como a propriedade familiar, classe dimensional e sector de actividade influenciam a escolha entre dívida bancária e *leasing*. A opção do estudo destas duas fontes deve-se a serem estas as mais relevantes origens de fundos junto do mercado financeiro, das empresas da amostra utilizada neste trabalho.

O *leasing* financeiro de longo prazo é equivalente ao financiamento através de dívida tradicional (Krishman e Moyer, 1994). O *leasing* significa menos custos de falência para a empresa locadora face aos existentes para o credor financeiro no crédito tradicional (cedência de fundos). Este facto resulta em menores custos de financiamento para o locatário comparativamente ao devedor financeiro tradicional. No entanto, o *leasing* significa maiores custos de transacção face aos existentes no financiamento tradicional. Este aspecto pode justificar a preferência pelo financiamento tradicional das empresas com melhor *rating* de risco e a preferência pelo *leasing* nas empresas com pior *rating*. No entanto, os autores referem um conjunto de estudos que apresentam a dívida e o *leasing* como produtos financeiros complementares e não substitutos. As consequências do *leasing* são semelhantes

aos da dívida com garantias. Sharpe e Nguyen (1995) apontam o *leasing* como um meio para reduzir os custos de contratação de financiamentos das empresas. Mukherjee (1991) observou um maior número de empresas a considerar o *leasing* como substituto da dívida face às que consideram as duas fontes como complementares, principalmente nas maiores empresas. No mesmo estudo, as empresas salientaram como maior vantagem do *leasing*, a sua capacidade para evitar o risco de obsolescência do activo subjacente. Ang e Petersen (1984) e Lewis e Schallheim (1992) comprovaram o *leasing* e a dívida como fontes complementares e a existência de elevados níveis de dívida estar associado a elevados níveis de *leasing*.

Na literatura prevalece a substituíbilidade entre o *leasing* e a dívida financeira (Beattie et al, 2000). Desta forma, o incremento do peso de uma fonte leva à redução da outra. Esta corrente ocorre no âmbito de três abordagens. Na primeira, a teoria financeira trata os fluxos de caixa das obrigações do *leasing* como equivalente aos fluxos das outras fontes, assim, o *trade-off* entre dívida e *leasing* será de um para um. Na segunda, as diferenças na natureza e nos termos dos contratos de *leasing* origina um coeficiente de substituição inferior a 1. Por fim, dado os activos financiados por *leasing* poderem ser específicos para a empresa e o risco moral ser mais elevado, o coeficiente de substituição será maior do que um (ver Ang e Petersen, 1984, para mais desenvolvimentos).

As principais razões para escolher o *leasing* em detrimento de outras fontes de financiamento são: a locadora poder obter financiamento a taxas mais baixas face ao locatário e o *leasing* poder ser facilmente obtido sem grandes restrições (Drury e Braund, 1990). Os resultados do estudo dos autores apresentaram o facto das empresas atribuírem uma vital importância ao custo do *leasing* comparativamente a outras alternativas. Ezzell e Vora (2001) verificaram a redução do custo do financiamento externo pelo *leasing* nas situações de selecção adversa emergente em mercados com assimetria de informação.

Smith e Wakeman (1985) referem o uso mais provável do *leasing* nas seguintes situações: o valor do activo ser menos sensível à decisão de uso e manutenção; o activo não ser específico para a empresa; o período expectável de utilização ser relativamente menor face à vida útil do activo; os contratos da dívida financeira possuírem cláusulas específicas sobre a política financeira; os contratos de remuneração da gestão conterem provisões especificando o

pagamento de valores em função do retorno do capital investido; a locadora deter poder de mercado²⁴; e, por fim, a locadora ter uma vantagem comparativa na disposição dos activos²⁵.

Beattie et al (2000) referem não ser completa a compreensão da relação entre o *leasing* e a dívida tradicional, faltando ainda clarificar se as duas fontes são consideradas substitutas ou complementares. À semelhança deste trabalho, os autores referem a dificuldade de se obter informação e medidas dos passivos relativos ao *leasing* na informação divulgada pelas empresas. Este problema foi mesmo considerado um dos maiores obstáculos à investigação empírica desta problemática e resulta da diferença do tratamento contabilístico dado ao *leasing* financeiro e ao *leasing* operacional (apenas o primeiro surge no balanço das empresas). Segundo os autores, a grande maioria dos contributos da literatura financeira sobre os determinantes da dívida aplicam-se ao *leasing* operacional. No entanto, a natureza colateral do *leasing* induz as seguintes quatro diferenças na forma como afecta a decisão de financiamento:

- As características dos actuais e futuros activos da empresa e, em particular, a especificidade dos activos, podem influenciar o financiamento. O reemprego dos activos e a alta prioridade ao nível dos direitos fomenta o uso do *leasing*. Este contribui para reduzir o problema do subinvestimento.
- A dimensão da empresa pode ter uma influência diferente no *leasing* em comparação com as outras fontes de financiamento. As pequenas empresas são mais flexíveis e possuem maior capacidade para incrementar o risco dos investimentos. Nestas, é mais provável, os gestores serem também os maiores proprietários e preferirem menores níveis de risco pessoal associado com baixo nível de dívida. Estes argumentos reforçam a corrente defensora de menores níveis de dívida nas pequenas empresas mas também sugere uma maior utilização do *leasing* em detrimento da dívida tradicional por estas empresas (com o *leasing*, os credores estão mais seguros e os gestores reduzem o risco associado aos activos).
- O aspecto fiscal pode ser determinante na escolha entre dívida tradicional e *leasing*.
- Finalmente, problemas de liquidez e de fluxos de caixa podem ser uma razão para usar o *leasing*. O valor colateral dos activos promove o uso desta fonte dado o maior risco de recorrer à dívida tradicional.

²⁴ Este aspecto ocorre em situações que o fabricante do activo é, simultaneamente, locador. A promoção de um contrato de *leasing* possibilita o incremento dos ganhos, via venda do activo e via financiamento desse activo.

²⁵ Este aspecto ocorre quando a locadora têm maior competências na ligação ao segundo mercado destes activos, isto é, tem menores dificuldades de colocar o activo subjacente ao contrato de *leasing* nesse mercado.

Os aspectos apontados sobre a problemática da propriedade e do risco associado ao financiamento com e sem garantia, originam a formalização da seguinte hipótese:

Hipótese 4: “A propriedade familiar influencia de forma significativa a escolha das fontes de dívida.”

Com efeito, a aversão ao risco dos responsáveis das empresas familiares pode originar uma preferência pelo *leasing* em comparação com a dívida bancária dado o valor colateral do activo subjacente ao contrato.

Dados os problemas associados às empresas de menor dimensão (assimetria de informação, risco, etc.), o uso do *leasing* pode colmatar estas lacunas e possibilitar o acesso a esta fonte de dívida. Assim, importa analisar este aspecto, formulando-se a seguinte hipótese:

Hipótese 5: “A influência do factor propriedade familiar na determinação da escolha das fontes de dívida depende da classe dimensional onde a empresa se encontra inserida.”

O sector de actividade determina a estrutura de activos detidos pela empresa, bem como outras características da empresa (rendibilidade, risco, etc.). Desta forma, este factor pode ter uma influência relevante na escolha realizada pelas empresas de diferentes sectores das fontes de financiamento. Assim, formula-se a seguinte hipótese para testar o aspecto referido:

Hipótese 6: “A influência do factor propriedade familiar na determinação da escolha das fontes de dívida financeira é moderada pelo sector de actividade onde a empresa se encontra inserida.”

III.4. Impacto do Controlo Familiar sobre a Maturidade da Dívida

Nesta secção apresentam-se as hipóteses associadas ao papel assumido pelos factores propriedade familiar, classe dimensional e sector de actividade no processo de decisão da maturidade da dívida.

A natureza fechada das empresas familiares pode incrementar os problemas da assimetria de informação condicionando o acesso ao financiamento de maturidade mais longa. Desta forma,

o uso da dívida de curto prazo surge como alternativa predominante no financiamento com fundos externos. Esta maturidade da dívida também mitiga os problemas de agência devido à necessidade de frequentes refinanciamentos.

Datta et al (2005) identificaram uma relação negativa entre a proporção de posse da propriedade e a maturidade da dívida. Os gestores com reduzidas proporções de propriedade preferem dívida de maturidade longa para diminuir o nível de monitorização. O incremento do nível de propriedade leva a uma maior procura de dívida de curto prazo dada a convergência de interesses entre os gestores e os proprietários. Guney e Ozkan (2005) também obtiveram uma relação de sinal idêntico ao verificarem uma maior preferência pela dívida de curto prazo quando são expectáveis custos de agência elevados. No entanto, segundo Jensen e Meckling (1976), esta relação pode-se tornar positiva para elevados níveis de propriedade pela gestão dado os benefícios da expropriação diminuir com esse incremento. Desta forma, espera-se comprovar a seguinte hipótese:

Hipótese 7: “A propriedade familiar tem uma influência significativa na decisão sobre a maturidade da dívida”.

Os estudos empíricos considerados têm, na sua maioria, comprovado a existência de uma relação positiva entre a dimensão e a dívida, no entanto, a maturidade do endividamento apresenta-se determinante para o sinal da relação. López-García e Aybar-Arías (2000) e Alonso (2000) observaram um mais elevado nível de endividamento nas PME's, mas com a dívida de curto prazo a assumir maior relevância (principalmente, a bancária). Zoppa e McMahon (2002) e Gatward e Sharpe (1996) apontam diversas razões para esta situação: as PME's apresentam maiores níveis de risco; os custos de obtenção de financiamento são mais significativos e as PME's possuem maiores limitações no acesso aos mercados financeiros dado apresentarem maiores problemas de risco moral, selecção adversa, custos de transacção e assimetria de informação. Por exemplo, as pequenas empresas cotadas no Reino Unido não revelaram grandes dificuldades no acesso à dívida ou financiamento através de capitais próprios. Estas têm capacidade para recorrer aos bancos e investidores para satisfazerem as suas necessidades de financiamento. Contudo, mesmo estas empresas cotadas necessitam de oferecer alguma segurança aos bancos e os empréstimos obtidos tendem a ser de maturidade mais curta em comparação com os financiamentos obtidos pelas grandes empresas cotadas (Brierley e Young, 2004).

O factor dimensão também constitui um factor relevante no âmbito da comprovação da teoria da agência. Os problemas de agência na forma da assimetria de informação, risco moral e selecção adversa podem surgir nos contratos entre as empresas de menor dimensão e os fornecedores de fundos externos. Estes problemas e custos associados poderão ser mais severos e elevados nestas empresas. A sua monitorização pode ser difícil e de elevados custos dada a menor obrigação de divulgação de informação a que estão sujeitas. Os problemas do risco moral e da selecção adversa serão maiores para as empresas de menor dimensão dada a sua natureza de capital fechado (Chittenden et al, 1996). O uso da dívida de longo prazo incrementa os problemas anteriores (Titman e Wessels, 1988, García-Teruel e Martínez-Solano, 2007).

Kane et al (1985) identificaram uma relação positiva do nível dos custos de transacção com a maturidade da dívida, dado o período necessário para amortizar esses custos. Fisher et al (1989) salientam a relação negativa da proporção dos custos de transacção com o volume da dívida emitida e uma relação positiva da dimensão da emissão com a dimensão da empresa. Contudo, Elyasiani et al (2002), no âmbito da hipótese dos custos de transacção, apontam a possibilidade das empresas de menor dimensão puderem apresentar maior maturidade da dívida. No entanto, os resultados obtidos não validaram esta hipótese mas comprovaram a relevância desta variável para representação do nível de assimetria de informação das empresas.

Uma característica distintiva dos mercados de dívida “*privados*” que financiam as empresas de menor dimensão é o facto destes estarem expostos aos problemas de assimetria de informação e de agência originados pela opacidade informacional típica deste tipo de empresas. Estas não possuem contas auditadas e é improvável serem monitorizadas por agências de *rating* e imprensa financeira (Ortiz-Molina e Penas, 2008). As pequenas empresas tendem a usar a dívida de curto prazo (normalmente, bancária) devido aos menores custos associados a esta fonte em detrimento de outras (Beattie et al, 2000).

As características apresentadas pelas empresas de diferentes dimensões determinam as alternativas de financiamento a que podem aceder. Por sua vez, estas restrições influenciam a maturidade do próprio endividamento. Por exemplo, a dificuldade de acesso das pequenas empresas aos mercados financeiros “*públicos*” limita-lhes a possibilidade de obtenção de financiamento com maturidade mais longa (Cassar, 2004; Berger e Udell, 1998; Winborg e

Landström, 2001). Os fundos de longo prazo das PME's resultam, muitas vezes, do financiamento dos próprios proprietários ou familiares e amigos em resultado da aversão ao capital próprio externo. No financiamento de curto prazo, o crédito comercial é muito relevante (Zoppa e McMahon, 2002). Por sua vez, as grandes empresas podem deter a capacidade para reduzir os custos de transacção associados com a emissão de dívida de longo prazo (Wald, 1999).

Neste âmbito, em função das empresas de menor dimensão apresentarem maiores problemas de assimetria de informação, condicionando o seu acesso ao mercado financeiro e, neste, a obtenção de dívida de longa maturidade (Guedes e Opler, 1996; Chittenden et al, 1996; Berger et al, 2001; Antoniou et al, 2006, Ortiz-Molina e Penas, 2008) e a aversão das empresas de propriedade familiar ao risco e à dívida, pretende-se analisar como a interacção entre a propriedade familiar e classe dimensional determinam a decisão da maturidade da dívida, definindo-se a seguinte hipótese:

Hipótese 8: "A influência do factor propriedade familiar na decisão sobre a maturidade da dívida depende da classe dimensional onde a empresa se encontra inserida."

Hall et al (2000) observaram significativas variações, entre os sectores de actividade, das variáveis consideradas determinantes da estrutura financeira das empresas. Heyman et al (2008) apontam para a existência de uma relação entre o factor sector de actividade e a adequação da maturidade dos activos com a dívida. As pequenas empresas são mais frequentes nos sectores dos serviços, retalho ou grossistas e as grandes apresentam maior presença na indústria transformadora. Esta última envolve mais investimentos em activos fixos. Desta forma, a adequação da maturidade dos activos será diferente entre as grandes empresas industriais e as pequenas empresas não industriais. Jordan et al (1998) sugerem a possibilidade dos sectores de actividade de capital intensivo poderem apresentar uma relação positiva com a dívida, dado esse capital intensivo estar associado a um elevado valor colateral dos activos. Emery (2001) apresenta uma relação entre a maturidade da dívida com o ciclo de exploração. O uso da dívida de curto prazo ocorre para permitir aos produtores adequar a sua produção e vendas ao padrão da procura dos produtos finais.

Jun e Jen (2003) consideram, no seu estudo sobre a problemática da maturidade da dívida, o factor sector de actividade no âmbito do teste dos contributos da teoria da agência resultante

das conclusões de Barclay e Smith (1995a). Segundo estes autores, as empresas presentes em sectores regulamentados tendem a estar menos expostas ao problema do poder discricionário da gestão e, desta forma, a terem menos conflitos de interesses entre os *stakeholders*. Assim, é esperada uma relação positiva entre a maturidade da dívida e a presença em sectores regulamentados. Este factor não determina directamente a estrutura de capitais da empresa mas, de forma indirecta, via a natureza e composição dos activos da empresa (Myers, 1984; Harris e Raviv, 1991 e Hall et al, 2000). A existência de activos específicos na composição das aplicações das empresas apresenta uma relação negativa com a dívida ou, eventualmente, uma relação positiva com a dívida de curto prazo (Myers, 1977). Segundo Harris e Raviv (1993), as empresas no mesmo sector de actividade tendem a tomar decisões de financiamento semelhantes. Contudo, para Balakrishnan e Fox (1993), as características estruturais do sector de actividade são menos importantes comparativamente aos aspectos específicos das empresas. Desta forma, para analisar este aspecto, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 9: “A influência do factor propriedade familiar sobre a decisão da maturidade da dívida é moderada pelo sector de actividade onde a empresa se encontra inserida.”

A análise prévia da amostra, à semelhança de outros estudos empíricos, revelou um valor significativo do número de rácios nulos da dívida financeira, principalmente, entre os rácios da dívida de maturidade mais longa. Desta forma, importa explicar as razões para a existência de um endividamento de longo prazo nulo ou reduzido num determinado conjunto de empresas. Isto é, se esse facto resulta de opção própria dos responsáveis das empresas ou se constitui o resultado da existência de restrições no acesso ao mercado financeiro, particularmente, à dívida de longo prazo. Os trabalhos de Chandler e Hanks (1998), Cassar (2004) e Ramalho e Silva (2009), no âmbito do estudo dos determinantes da estrutura de capitais das empresas, mencionam o desenvolvimento da decisão de financiamento das empresas em duas fases ou momentos. Uma primeira fase consiste na decisão de utilizar, ou não, uma dada fonte. Após a escolha dessa fonte, é necessário decidir sobre o seu montante ou proporção de dívida a emitir. Os primeiros autores, referem que os determinantes da decisão de financiamento na primeira fase não serão necessariamente os mesmos a determinar a segunda fase; e, sendo, não implica uma actuação no mesmo sentido ou montante. A análise prévia da amostra apresenta uma maior frequência de rácios nulos da dívida de longo prazo nas empresas familiares comparativamente às empresas não familiares. Contudo, entre as

empresas que recorrem a esta maturidade, as empresas familiares apresentam maior proporção. Assim, importa analisar este aspecto, formulando-se a seguinte hipótese:

Hipótese 10: “A propriedade familiar influencia de forma diferente o uso da dívida de longo prazo comparativamente à determinação da sua proporção.”

A análise dos rácios nulos e da proporção da dívida de longo prazo também revelou diferenças entre as classes dimensionais e o tipo de empresa (familiar ou não familiar), sendo expectável que a mesma situação ocorra entre os sectores de actividade. Desta forma, formulam-se também as duas hipóteses seguintes:

Hipótese 11: “A influência diferenciada do factor propriedade familiar sobre a decisão de usar dívida de longo prazo e sobre a sua proporção depende da classe dimensional onde a empresa está inserida.”

Hipótese 12: “A influência diferenciada do factor propriedade familiar sobre a decisão de usar dívida de longo prazo e sobre a sua proporção é moderada pelo sector de actividade onde a empresa está inserida.”

III.5. Impacto do Controlo Familiar sobre o Acesso à Dívida

Nesta secção apresentam-se as hipóteses associadas ao papel assumido pelos factores propriedade familiar, classe dimensional e o sector de actividade no acesso das empresas à dívida financeira, particularmente no que respeita ao acesso ao financiamento bancário e *leasing*.

Neste trabalho, a avaliação da existência, ou não, de restrições de financiamento nas empresas, passa por introduzir os dois lados da decisão de forma a apresentar os factores determinantes da procura de dívida pelas empresas e os factores determinantes da concessão desses fundos pelas instituições financeiras. Desta forma, procura-se uma abordagem diferente dos outros estudos na avaliação da existência, ou não, de restrições de financiamento nas empresas. O estudo de Heino (2006) sobre as micro empresas mexicanas constitui a excepção a esta lacuna da literatura financeira.

Outro aspecto diferenciador deste estudo, é o facto do mesmo incidir sobre a especificidade das empresas de propriedade familiar. Assim, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 13: “A propriedade familiar constitui um factor relevante na determinação do acesso das empresas às fontes de Dívida.”

A literatura financeira tem defendido a aversão dos responsáveis das empresas familiares ao uso de dívida. Contudo, existem também alguns estudos que apontam para um comportamento análogo das empresas de propriedade familiar às outras empresas na forma como recorrem ao financiamento através de dívida. Desta forma, pretende-se apresentar os factores determinantes, por um lado, do uso da dívida por este tipo das empresas e, por outro lado, da concessão de fundos pelas instituições financeiras.

A dimensão tem sido um factor apontado na literatura financeira como importante determinante da forma como as empresas acedem às diferentes fontes de financiamento. Assim, é expectável que as diferentes classes dimensionais revelem um comportamento diferenciado na forma como procuram recorrer ao mercado financeiro e na resposta obtida deste mercado. Assim, neste trabalho testa-se a seguinte hipótese:

Hipótese 14: “A influência do factor propriedade familiar no acesso das empresas à dívida depende da classe dimensional onde a empresa se encontra inserida.”

Em resultado dos contributos da literatura financeira, espera-se que as micro e as pequenas empresas apresentem maiores restrições no acesso à dívida dadas as suas características (níveis de risco e problemas de assimetria de informação), independentemente das empresas serem de propriedade familiar ou não.

O factor sector de actividade assume um papel relevante na determinação do acesso das empresas aos recursos financeiros conforme referenciado na literatura. O acesso da empresa ao capital pode depender da tangibilidade e liquidez dos seus activos. Desta forma, o sector de actividade onde a empresa se encontra inserida pode ser uma boa representação destes aspectos. Por exemplo, nos sectores do retalho e comércio existe uma maior probabilidade da tangibilidade dos activos ser menor comparativamente a outros sectores (Petersen e Rajan, 1995). Assim, importa analisar este aspecto, formulando-se a seguinte hipótese:

Hipótese 15: “A influência do factor propriedade familiar no acesso das empresas à dívida financeira é moderada pelo sector de actividade onde a empresa se encontra inserida.”

III.6. Resumo

As empresas de todas as dimensões escolhem a sua estrutura financeira considerando aspectos como o custo, natureza e disponibilidade das fontes de financiamento alternativas. A atitude dos proprietários em relação ao risco pessoal – e não às políticas da estrutura de capitais usadas pelas empresas de capital aberto – é que determina o montante de dívida e de capitais próprios que são aceitáveis (Pettit e Singer, 1985).

A decisão de financiamento é complexa e determinada por um conjunto heterogéneo de factores. Os gestores-proprietários tomam esta decisão considerando aspectos como a competitividade, família, economia, mercado e indústria. As necessidades de fundos podem ser satisfeitas por diversas vias: autofinanciamento, fundos dos actuais ou novos *shareholders* (proprietários, empregados, directores ou instituições de investimento), empréstimos de entidades internas ou externas à empresa ou venda de partes do negócio que não pertençam ao *core business* (Romano et al, 2000).

Neste capítulo procurou-se estruturar as hipóteses a testar, de forma a contribuir para a explicação do modo como o factor propriedade familiar determina as quatro fases da decisão de financiamento: definição da estrutura de capitais, escolha das fontes de dívida financeira, definição da maturidade da dívida e, por fim, o acesso à dívida. A propriedade familiar dota as empresas de características distintivas das empresas não familiares. O teste das hipóteses formuladas procura comprovar que esta especificidade tem uma influência significativa no processo de decisão de financiamento.

Adicionalmente, são formalizadas hipóteses que permitem testar a forma como a influência do factor propriedade familiar é afectada pelos factores classe dimensional e sector de actividade. A estes dois factores é atribuído pela literatura financeira uma relevância significativa no processo de decisão de financiamento das empresas mas ainda existe uma necessidade de clarificação da forma como estes dois factores interagem com a propriedade familiar na determinação desse processo.

CAPÍTULO IV – AMOSTRA E METODOLOGIAS

IV.1. Introdução

Neste capítulo são descritos os dados, a amostra e os métodos econométricos usados neste estudo. Os principais objectivos a atingir são dois. Em primeiro lugar, fazer uma descrição inicial dos dados para revelar as diferenças e semelhanças das características financeiras das empresas familiares e não familiares. Em segundo lugar, é realizada a apresentação dos modelos econométricos e a discussão dos diferentes métodos usados na concretização dos objectivos desta tese.

Para a concretização destes objectivos, o capítulo encontra-se estruturado em seis secções, além desta introdução. Na secção 4.2 define-se e caracteriza-se a amostra utilizada. Na secção 4.3 apresentam-se os modelos econométricos adoptados neste trabalho de investigação, para estudar a influência da propriedade, classe dimensional e sector de actividade nas quatro fases da decisão de financiamento das empresas. Nesta secção também se apresentam as variáveis dependentes que representam as quatro fases do processo da decisão de financiamento das empresas. Na secção 4.4 são descritas as variáveis representativas das características das empresas. A secção 4.5 apresenta uma caracterização dos atributos das empresas. Por fim, este capítulo termina com um resumo onde se apresentam os aspectos centrais apresentados no capítulo.

IV.2. Selecção e Caracterização da Amostra

Esta secção está dividida em três partes. Na primeira parte é descrito o método de selecção da amostra. Na segunda parte realiza-se a caracterização da amostra. A última parte apresenta a caracterização da estrutura financeira por tipo de propriedade do capital, classe dimensional e sector de actividade económica.

IV.2.1. Selecção da Amostra

O primeiro objectivo deste estudo é a comparação da decisão de financiamento das empresas familiares com a das empresas não familiares. A primeira fase do processo de selecção da amostra foi a escolha da base de dados para a extracção de uma amostra de empresas representativa do tecido empresarial em Portugal.

As opções para a extracção da amostra recaíam no recurso à base de dados do Instituto Nacional de Estatística (INE) ou ao Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI). A

última é desenvolvida pela empresa Bureau Van Dijk e constitui a maior base de informação financeira dedicada a empresas portuguesas (e espanholas). Por quatro motivos principais, optou-se por recorrer à SABI: i) a SABI tem sido usada em vários trabalhos desta natureza envolvendo empresas portuguesas ou espanholas (por exemplo, Menéndez-Requejo, 2006; López-García e Sánchez-Andújar, 2007; Claver et al, 2008; Blanco-Mazagatos et al, 2007 e 2010 e Serrasqueiro et al, 2010); ii) a empresa gestora desta base de dados garante uma elevada representatividade da estrutura empresarial portuguesa; iii) não existem bases alternativas que contenham o mesmo nível de informação financeira sobre um número tão elevado de empresas portuguesas, em geral, e de empresas familiares, em particular; e iv) apesar das limitações da SABI em relação à informação sobre a participação de membros da família nos órgãos de gestão, esta tem a vantagem de permitir a identificação da repartição do capital das sociedades. Esta característica permitiu classificar as empresas da amostra em familiares, no caso de um indivíduo ou família deter mais de 50% do capital, e em não familiares, quando existia uma maior repartição do capital.

Adicionalmente, para construção da amostra foram utilizados mais três critérios de selecção. Primeiro, as empresas não poderiam estar em situação de falência técnica, desta forma, a situação financeira das empresas teria de respeitar o Artigo 35º do Código das Sociedades Comerciais (capital próprio ser superior ou igual a 50% do capital social). Segundo, as empresas deveriam possuir proveitos operacionais, EBITDA²⁶ e volume de negócios positivos. Na selecção na amostra, impôs-se a aplicação dos critérios anteriores ao ano de 2007 (o último ano presente na base de dados utilizada e sobre o qual recaiu este estudo) e, simultaneamente, ao período de 2003 a 2006. O objectivo da aplicação destas condições consistiu na selecção de uma amostra de empresas que apresentassem uma operacionalidade efectiva e não estivessem numa fase final do seu ciclo de vida ou numa fase demasiado embrionária. O terceiro critério aplicado foi a indicação do número de colaboradores para o ano de 2007 de forma a poder classificar-se as empresas nas várias classes dimensionais. Em função das definições anteriores foi extraída uma amostra de 25 821 empresas, que inclui 21 420 empresas familiares e 4 401 empresas não familiares (ver tabela nº 4.1).

Além do factor propriedade familiar, este estudo tem como objectivo clarificar o efeito do factor dimensão sobre a decisão de financiamento. Desta forma, a amostra foi dividida em três

²⁶ Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization – resultado antes de juros, impostos e amortizações.

grupos: micro, pequenas e médias / grandes empresas. Atendendo às conclusões do estudo de Ramalho e Silva (2009), optou-se por agrupar as médias e grandes empresas num único grupo, o qual mostrou uma elevada semelhança do processo da decisão de financiamento e dos seus factores determinantes. Desta forma, foi possível concluir que a separação nas duas classes não produziria um valor acrescentado ao nível dos contributos deste trabalho.

O processo de classificação da classe dimensional adoptado foi o recomendado pela Comissão Europeia (Recomendação da Comissão Europeia, de 6 de Maio, número 203/361/CE). Assim, utilizou-se, como critério principal, o número de colaboradores, complementado com o critério financeiro do activo total ou volume de negócios. Especificamente, uma empresa foi classificada numa dada classe dimensional caso apresentasse o número de trabalhadores e um dos dois indicadores financeiros com valores inferiores ao limite dessa classe conforme referido no ponto 4, artigo 2º da recomendação²⁷. Com a aplicação dos critérios anteriormente descritos obteve-se a repartição da amostra, conforme descrito na tabela nº 4.1:

Tabela nº 4.1 – Amostra

	Não Familiares		Familiares		Total	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Micro	1 095	24.9%	13 081	61.1%	14 176	54.9%
Pequena	1 659	37.7%	7 085	33.1%	8 744	33.9%
Média / Grande	1 647	37.4%	1 254	5.9%	2 901	11.2%
Total - Peso Global	4 401	17.0%	21 420	83.0%	25 821	100.0%

A repartição da amostra constitui uma boa representação da estrutura empresarial portuguesa, tendo em consideração o objectivo deste estudo. Esta conclusão resulta da comparação com os resultados de outros estudos como é o caso de Coimbra (2008), que verificou que as empresas familiares representam cerca de 70%-80% do tecido empresarial português, 60% do produto interno bruto (PIB) e 50% do emprego. Por outro lado, a análise dos dados do Instituto Nacional de Estatística (2009), permite verificar que em 2007, as micro e as pequenas empresas representavam cerca de 99.4% do tecido empresarial, 65% do emprego e 50% do volume de negócios. Estes resultados permitem concluir pela elevada predominância das empresas de propriedade familiar e de menores dimensões em Portugal, característica que também se verifica na maioria das economias conforme o referido nos capítulos anteriores.

²⁷ Uma empresa foi classificada como micro se apresentasse um nº de trabalhadores inferior a 10 e cujo volume de negócios anual ou activo total inferior ou igual a 2 milhões de euros. Uma empresa foi classificada como pequena se apresentasse um nº de trabalhadores inferior a 50 e cujo o volume de negócios anual ou activo total inferior ou igual a 10 milhões de euros e não tiver sido classificada como micro. As restantes empresas ficaram classificadas como médias e grandes.

IV.2.2. Caracterização da Amostra

Os dados descritos na tabela nº 4.1 revelam que 61% das empresas familiares são micro e apenas 6% são médias / grandes empresas. No caso das empresas não familiares, apenas 25% são micro e as médias / grandes atingem os 37%. Os resultados da tabela nº 4.2 permitem salientar a menor dimensão das empresas familiares apresentada na tabela nº 4.1 ao verificar-se uma maior frequência destas empresas nos valores mais reduzidos dos três indicadores em análise (nº de colaboradores, activo total e volume de negócios). As empresas não familiares não apresentam uma concentração tão elevada do número das empresas nos valores mais reduzidos dos indicadores, apresentando uma maior dispersão entre os diferentes intervalos de valor. Desta forma, procura-se verificar se esta menor dimensão das empresas familiares se deve à sua forma de financiamento. Com efeito, a literatura financeira das empresas familiares refere com frequência que os responsáveis das empresas familiares são mais avessos ao risco financeiro da dívida e à perda de controlo, aspecto que os pode levar a evitar recorrer a esta fonte de financiamento, mesmo que esta opção condicione o crescimento da empresa. Talvez por este motivo, cerca de 85% das empresas familiares possuem menos de 25 trabalhadores comparativamente aos 49% das empresas não familiares. Nas empresas familiares, cerca de 93%-94% revelaram um valor do activo e volume de negócios inferior a 5 milhões de euros. No caso das empresas não familiares, este valor é cerca de 56%-57%.

Tabela nº 4.2 – Distribuição das Empresas por Classes Dimensionais

	<i>Não Familiares</i>		<i>Familiares</i>	
	Nº	%	Nº	%
Nº de Colaboradores < 10	1 244	28.27%	13 285	62.02%
10 ≤ Nº de Colaboradores < 25	914	20.77%	5 007	23.38%
25 ≤ Nº de Colaboradores < 50	743	16.88%	1 944	9.08%
50 ≤ Nº de Colaboradores < 150	891	20.25%	1 003	4.68%
150 ≤ Nº de Colaboradores < 250	273	6.20%	107	0.50%
Nº de Colaboradores ≥ 250	336	7.63%	74	0.35%
Total	4 401	100%	21 420	100%
Activo < 2.000.000	1 601	36.38%	17 938	83.74%
2.000.000 ≤ Activo < 5.000.000	903	20.52%	2 318	10.82%
5.000.000 ≤ Activo < 10.000.000	657	14.93%	720	3.36%
10.000.000 ≤ Activo < 25.000.000	671	15.25%	338	1.58%
25.000.000 ≤ Activo < 50.000.000	241	5.48%	71	0.33%
Activo ≥ 50.000.000	328	7.45%	35	0.16%
Total	4 401	100%	21 420	100%
Volume de Negócios < 2.000.000	1 648	37.45%	17 479	81.60%
2.000.000 ≤ Volume de Negócios < 5.000.000	837	19.02%	2 510	11.72%
5.000.000 ≤ Volume de Negócios < 10.000.000	682	15.50%	863	4.03%
10.000.000 ≤ Volume de Negócios < 25.000.000	622	14.13%	445	2.08%
25.000.000 ≤ Volume de Negócios < 50.000.000	300	6.82%	83	0.39%
Volume de Negócios ≥ 50.000.000	312	7.09%	40	0.19%
Total	4 401	100%	21 420	100%

A tabela nº 4.3 apresenta as empresas da amostra distribuídas pelos seis sectores de actividade tipificados a partir da classificação das actividades económicas do NACE²⁸ (Rev. 2). Os resultados apresentam uma predominância das empresas familiares ligadas ao comércio. Também a generalidade das empresas de menor dimensão se dedica principalmente a este sector de actividade. A indústria apresenta-se como o segundo sector com maior número de empresas familiares, principalmente, no caso das empresas de maior dimensão (cerca de metade das médias / grandes empresas são industriais). Os outros serviços²⁹ surgem como o terceiro sector de actividade económica em termos do número de empresas familiares, principalmente para as empresas de menor dimensão: no caso das micro empresas, este é mesmo o segundo sector em termos do número de empresas. Por outro lado, as empresas não familiares apresentam uma frequência semelhante entre o número de empresas no sector da indústria e do comércio. Contudo, o primeiro é predominantemente constituído por médias/grandes empresas, sendo o comércio predominantemente constituído por empresas de menor dimensão. Também no caso das empresas não familiares, o sector dos outros serviços assume uma relevância significativa.

Tabela nº 4.3 – Distribuição das Empresas por Sectores de Actividade

		Agricultura e Pescas	Indústria	Construção	Comércio	Alojamento e Restauração	Outros Serviços	Total
		NACE < 0400	NACE < 4000	NACE < 4400	NACE < 4800	5499 < NACE < 5700	NACE > 4800	
Não Familiares								
Micro	Nº	40	140	68	415	42	390	1 095
	%	3.65%	12.79%	6.21%	37.90%	3.84%	35.62%	100%
Pequenas	Nº	36	444	155	582	55	387	1 659
	%	2.17%	26.76%	9.34%	35.08%	3.32%	23.33%	100%
Médias / Grandes	Nº	17	724	172	366	50	318	1 647
	%	1.03%	43.96%	10.44%	22.22%	3.04%	19.31%	100%
Total	Nº	93	1 308	395	1 363	147	1 095	4 401
	%	2.11%	29.72%	8.98%	30.97%	3.34%	24.88%	100%
Familiares								
Micro	Nº	315	1 716	1 316	5 765	665	3 304	13 081
	%	2.41%	13.12%	10.06%	44.07%	5.08%	25.26%	100%
Pequenas	Nº	104	2 305	1 284	2 419	225	748	7 085
	%	1.47%	32.53%	18.12%	34.14%	3.18%	10.56%	100%
Médias / Grandes	Nº	16	653	206	224	32	123	1 254
	%	1.28%	52.07%	16.43%	17.86%	2.55%	9.81%	100%
Total	Nº	435	4 674	2 806	8 408	922	4 175	21 420
	%	2.03%	21.82%	13.10%	39.25%	4.30%	19.49%	100%

²⁸ *Nomenclature Generale des Activites Economiques dans les Communautés Europeennes* (NACE) – Nomenclatura das Actividades Económicas da Comunidade Europeia.

²⁹ Outros serviços inclui transportes e armazenagem, informação e comunicação, actividades financeiras e de seguros, actividades imobiliárias, educação, actividades de consultoria, científica, técnica e similares, actividades administrativas e dos serviços de apoio, entre outras.

O factor sector de actividade tem sido sugerido na literatura financeira como um relevante determinante da estrutura financeira das empresas. Segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE) (2009), 27% do tecido empresarial encontra-se no sector do comércio, seguindo-se os serviços prestados às empresas, a construção e a indústria com um peso de 21%, 11% e 9%, respectivamente. A divergência entre os valores indicados pelo Instituto Nacional de Estatística e a tabela nº 4.3 pode dever-se ao facto da selecção da amostra ter sido condicionada à existência de actividade operacional no período de 2003 a 2007 e a amostra do Instituto Nacional de Estatística (INE) incluir as empresas que iniciaram a actividade após esta data. O número de empresas incluídas em cada base de dados e na amostra deste estudo também pode contribuir para estas diferenças³⁰.

A tabela nº 4.4 revela que cerca de 68% das empresas não familiares e 78% das empresas familiares apresentam uma idade inferior a 25 anos. Desta forma, teremos uma estrutura empresarial relativamente jovem. Esta predominância de empresas na amostra com uma maturidade inferior a 25 anos pode ser justificada com a problemática da mortalidade significativa das empresas familiares após a 1ª geração (Blanco-Mazagatos et al, 2007, considerou esta referência de 25 anos como distinção para as empresas na primeira geração; Menéndez-Requejo, 2006, optou por intervalos de 30 anos). De acordo com Filbeck e Lee (2000), apenas 1/3 das empresas familiares mantém o seu estado na segunda geração e, na terceira, esse valor passa para 10%. No caso da amostra do estudo de López-Gracia e Sánchez-Andújar (2007) sobre empresas familiares espanholas, cerca de 66% detinham menos de 30 anos.

Os resultados da tabela nº 4.4 também apresentam uma esperada relação positiva entre a idade e a dimensão, de acordo com o ciclo de vida. As empresas de menor dimensão apresentam uma maior frequência nos intervalos mais baixos de idade e as empresas de maior dimensão apresentam uma maior frequência nos intervalos de maior maturidade. De facto, cerca de 83% das micro empresas familiares são de primeira geração, no caso das pequenas esse valor passa para 73%, e nas médias / grandes existe um peso semelhante entre as empresas das duas gerações (cerca de 53% pertencem à primeira geração). Um comportamento bastante semelhante ocorre nas empresas não familiares.

³⁰ O estudo do Instituto Nacional de Estatísticas (INE) contém cerca de 1 100 000 empresas e o Sistema de Análise de Balanços Ibéricos contém cerca de 300 000 empresas portuguesas.

Tabela nº 4.4 – Distribuição das Empresas por Classes Etárias

		Nº Anos < 10	10 ≤ Nº Anos < 25	25 ≤ Nº Anos < 50	Nº Anos ≥ 50	Total
Não Familiares						
Micro	Nº	326	549	183	37	1 095
	%	29.77%	50.14%	16.71%	3.38%	100%
Pequenas	Nº	308	871	410	70	1 659
	%	18.57%	52.50%	24.71%	4.22%	100%
Médias / Grandes	Nº	198	728	546	175	1 647
	%	12.02%	44.20%	33.15%	10.63%	100%
Total	Nº	832	2 148	1 139	282	4 401
	%	18.90%	48.81%	25.88%	6.41%	100%
Familiares						
Micro	Nº	3 971	6 926	1 970	214	13 081
	%	30.36%	52.95%	15.06%	1.64%	100%
Pequenas	Nº	1 294	3 909	1 707	175	7 085
	%	18.26%	55.17%	24.09%	2.47%	100%
Médias / Grandes	Nº	99	570	506	79	1 254
	%	7.89%	45.45%	40.35%	6.30%	100%
Total	Nº	5 364	11 405	4 183	468	21 420
	%	25.04%	53.24%	19.53%	2.18%	100%

IV.2.3. Caracterização Financeira das Empresas da Amostra

Na tabela nº 4.5 são apresentadas algumas medidas da estrutura de capitais das empresas da amostra. A definição das medidas de endividamento das empresas tem constituído uma temática relevante nos trabalhos empíricos sobre a decisão de financiamento. A discussão centra-se na identificação da medida mais adequada ao objectivo deste estudo. Nesta caracterização, consideram-se três medidas diferentes para o endividamento, além da referente ao peso dos capitais próprios em relação ao activo total e que são as seguintes: i) dívida total em relação ao activo total, ii) dívida de médio e longo prazo em relação ao activo total e iii), a dívida de curto prazo em relação ao activo total. No cálculo destes rácios, como definição de dívida, utilizou-se as rubricas referidas no balanço como dívidas a terceiros. Na análise da estrutura de capitais, adicionando o rácio dos capitais próprios com o rácio da dívida total, observou-se que o somatório obtido ficava abaixo dos 100%. Desta forma, verificou-se a relevância do peso dos acréscimos e diferimentos considerados no passivo³¹. Assim, adoptando a mesma metodologia do Instituto Nacional Estatística (INE) e o preconizado no novo Sistema de Normalização Contabilístico, optou-se por calcular dois rácios de dívida adicionais: o rácio do passivo total em relação ao activo total e o rácio do passivo de curto prazo em relação ao activo total.

³¹ No âmbito da estrutura de capitais, note-se o facto de os acréscimos e diferimentos do passivo corresponderem a cerca de 3.5% e 6.4% do activo das empresas familiares e não familiares, respectivamente. A grande componente desta rubrica resulta dos acréscimos de custos. A prática contabilística revela o lançamento dos custos das férias e subsídio de férias como componente mais relevante. Esta componente significa que uma parte do activo foi financiada com os fundos gerados pela actividade de exploração da empresa mas que são devidos aos colaboradores. Os acréscimos e diferimentos registados no activo não tinham relevo significativo.

Tabela nº 4.5 – Estrutura de Capitais e a Maturidade da Dívida

Capitais próprios = capital próprio / activo total, Dívida total = dívida total a terceiros / activo total, Passivo total = (dívida total a terceiros + acréscimos e diferimentos) / activo total, Dívida de curto prazo = dívida a terceiros de curto prazo / activo total, Passivo de CP = (dívida a terceiros de CP + acréscimos e diferimentos) / activo total e Dívida de MLP = dívida a terceiros de MLP / activo total. Nível de significância: *** - 1%, ** - 5% e * - 10%.

	Capitais Próprios	Dívida Total	Passivo Total	Dívida CP	Passivo CP	Dívida MLP
Não Familiares	0.403	0.531	0.592	0.405	0.466	0.126
Familiares	0.410	0.555	0.589	0.440	0.474	0.115
Teste T	-1.640*	-6.041***	0.700	-8.806***	-2.098**	3.765***
Mann-Whitney Teste	-0.508	-7.005***	-0.396	-8.645***	-2.271**	10.954***

As empresas apresentam uma autonomia financeira na ordem dos 40%³², ou seja, cerca de dois quintos das aplicações das empresas da amostra são financiadas com os fundos gerados internamente e com os capitais sociais de que as empresas foram dotadas. Quando se consideram os rácios da dívida dos dois tipos de empresas, observa-se uma grande semelhança entre o nível de endividamento das empresas familiares e não familiares. A semelhança do nível de endividamento dos dois tipos de empresas torna-se mais evidente nos rácios do passivo total e de curto prazo. No entanto, apenas a diferença existente no rácio do passivo total não foi considerada estatisticamente significativa³³, nos restantes obteve-se uma significância estatística das diferenças quando os valores se revelam muito semelhantes em termos económicos. Desta forma, quando se consideram todas as empresas da amostra comprova-se a corrente da literatura financeira que aponta para a semelhança, entre as empresas familiares e não familiares, no processo da decisão de financiamento. No entanto, considerando a menor dimensão das empresas familiares comparativamente às não familiares, observada na secção anterior, e a, eventual, maior dificuldade de acesso à dívida pelas empresas de menor dimensão, importa aprofundar as razões desta semelhança dos níveis de endividamento.

As empresas portuguesas da amostra revelam um peso da dívida na ordem dos 59% (considerando o passivo total). Ambos os tipos de empresa relevam a adopção de uma estratégia de financiamento fomentada na manutenção de um peso da dívida acima dos capitais próprios, resultando num rácio *debt to equity* de 1.44. Este aspecto assume outra relevância quando se comparam as empresas portuguesas com as suas congéneres espanholas.

³² Geralmente, são indicados, no meio empresarial e académico, valores de referência para este rácio na ordem dos 25% a 33%. Estas referências podem ser justificadas com o facto de a literatura financeira apontar, no máximo, para uma igualdade entre os capitais próprios e a dívida de longo prazo de forma a manter uma capacidade de endividamento (ver Vernimmen, 2002).

³³ De forma a testar a diferença de médias entre as empresas familiares e não familiares optou-se por realizar dois testes às diferenças de médias de forma a avaliar a robustez dos resultados. Adoptou-se o Teste t (teste paramétrico) e o Teste Mann-Whitney (teste não paramétrico). Ambos os testes servem para comparar dois grupos ou amostras independentes mas os pressupostos de aplicação do primeiro são mais exigentes: além das amostras serem independentes e aleatórias, devem seguir uma distribuição normal e apresentarem uma variância comum. O segundo teste apenas exige a independência e a aleatoriedade das amostras (DePuy et al, 2005).

Por exemplo, Menéndez-Requejo (2006) apresenta valores de endividamento entre os 61% e os 66% do valor do activo no seu estudo sobre as empresas espanholas. Navarro e Ansón (2006), também no âmbito das empresas espanholas, referem valores de 1.97 (empresas familiares) e 1.74 (não familiares) para o rácio *debt to equity*, sendo este o único estudo a apontar claramente para um maior endividamento das empresas familiares. Blanco-Mazagatos et al (2007) apresentam níveis de dívida das empresas familiares e não familiares de 66% e 67%, respectivamente. López-Gracia e Sánchez-Andújar (2007) referem um endividamento na ordem dos 55.5% e 57.6% das empresas familiares e não familiares, respectivamente. Estes resultados também apresentam uma elevada semelhança, no caso espanhol, entre o nível de endividamento das empresas familiares face às suas congéneres não familiares. Coleman e Carks (1999), que compararam as características financeiras das empresas familiares e não familiares dos Estados Unidos, também não encontraram diferenças entre os dois tipos de empresas nos níveis de dívida utilizada e nos tipos de produto de crédito.

Tabela nº 4.6 – Dimensão, Estrutura de Capitais e a Maturidade da Dívida

Capitais próprios = capital próprio / activo total, Dívida total = dívida total a terceiros / activo total, Passivo total = (dívida total a terceiros + acréscimos e diferimentos) / activo total, Dívida de curto prazo = dívida a terceiros de curto prazo / activo total, Passivo de CP = (dívida a terceiros de CP + acréscimos e diferimentos) / activo total e Dívida de MLP = dívida a terceiros de MLP / activo total. Nível de significância: *** - 1%, ** - 5% e * - 10%.

	Capitais Próprios	Dívida Total	Passivo Total	Dívida CP	Passivo CP	Dívida MLP
Não Familiares						
Micro	0.462	0.500	0.536	0.391	0.427	0.109
Pequenas	0.395	0.545	0.602	0.421	0.478	0.124
Médias / Grandes	0.373	0.536	0.619	0.397	0.479	0.139
ANOVA	53.03***	12.70***	45.70***	7.09***	20.50***	9.81***
Familiares						
Micro	0.446	0.525	0.554	0.423	0.452	0.102
Pequenas	0.355	0.603	0.644	0.471	0.511	0.132
Médias / Grandes	0.348	0.596	0.651	0.448	0.503	0.148
ANOVA	379.92***	252.06***	375.20***	84.94***	146.21***	87.80***
Micro Empresas:						
Teste T	2.009***	-3.020***	-2.126**	-3.834***	-2.923***	1.145
Mann-Whitney Teste	2.041**	-3.028***	-2.123**	-3.842***	-2.913***	1.784*
Pequenas Empresas:						
Teste T	7.273***	-9.900***	-7.522***	-8.124***	-5.584***	-1.725**
Mann-Whitney Teste	6.083***	-8.626***	-6.273***	-7.925***	-5.231***	-1.431
Médias / Grandes Empresas:						
Teste T	3.462***	-7.828***	-4.396***	-6.957***	-3.181***	-1.414*
Mann-Whitney Teste	2.748***	-7.221***	-3.674***	-6.924***	-3.176***	3.048***

A tabela nº 4.6 apresenta a estrutura de capitais das empresas da amostra por classe dimensional. Ao contrário da tabela anterior, torna-se agora muito mais claro o mais elevado

nível de endividamento das empresas familiares, qualquer que seja a definição considerada. Com efeito, quando a análise é condicionada na classe dimensional, a proporção de dívida usada pelas empresas familiares é significativamente superior, sendo única exceção, o caso da dívida de médio e longo prazo nas micro empresas. Por outro lado, tanto para as empresas familiares como não familiares, as micro empresas apresentam um menor endividamento em comparação com as outras duas classes dimensionais. Conjugando estes resultados com o facto das empresas não familiares apresentarem uma maior dimensão média (ver tabela nº 4.3), está explicado o facto de, em termos globais (tabela nº 4.5), não parecer haver diferenças importantes entre o nível de endividamento das empresas familiares e não familiares. Estes resultados justificam ainda a opção tomada nesta tese de analisar em conjunto as questões da propriedade familiar e da classe dimensional das empresas.

As diferenças, estatisticamente significativas³⁴, ao nível da maturidade da dívida parecem confirmar os argumentos de alguns autores sobre a existência de uma preferência dos financiadores em conceder financiamento de maturidade mais curta às empresas de menor dimensão e de propriedade familiar de forma a mitigar os problemas de assimetria de informação característicos destas empresas. A maturidade curta da dívida permite uma maior frequência de “prestação de contas” por parte das empresas junto dos financiadores em resultado do maior número de renegociações dos contratos. Contudo, um eventual condicionamento no acesso à dívida de maturidade mais longa constitui uma hipótese a examinar no próximo capítulo.

O menor endividamento das micro empresas pode ser resultado de mais fortes restrições no acesso ao mercado financeiro (a menor proporção da dívida de longo prazo pode ser um indicador adicional deste aspecto) ou o resultado da decisão dos responsáveis destas empresas de não recorrerem à dívida. As pequenas empresas apresentam um nível de dívida semelhante ou ligeiramente superior ao das médias / grandes empresas. A exceção ocorre na dívida de longo prazo, onde os resultados tendem a apresentar a situação inversa. O nível da dívida das pequenas empresas pode ser justificado com a sua eventual presença num estágio inicial do ciclo de vida, portanto, numa situação de crescimento e investimento mais acentuada, implicando mais elevada necessidade de fundos não satisfeita pelos fundos gerados internamente. As médias/grandes empresas podem encontrar-se numa fase de maior

³⁴ De forma a testar a significância estatística das diferenças de média entre as três classes dimensionais para cada tipo de empresa, aplicou-se o teste ANOVA.

maturidade do seu ciclo de vida (ou de negócios), onde existe um crescimento e investimento menos acentuado, conjugado com um historial mais longo de acumulação de resultados, necessitando de menor recurso à dívida.

A tabela nº 4.7 revela diferenças no nível da dívida das empresas familiares comparativamente às empresas não familiares, para o mesmo sector de actividade económica. Por exemplo, as empresas industriais de propriedade familiar apresentam maior nível de endividamento comparativamente às empresas industriais não familiares. A situação contrária ocorre nos sectores da construção e dos serviços. Por outro lado, para ambos os tipos de empresas, existem diferenças importantes, estatisticamente significativas, entre os montantes de dívida usados pelas empresas de diferentes sectores. No seu conjunto, estes resultados justificam a opção tomada nesta tese de analisar a interacção entre a propriedade familiar e o sector de actividade no processo da decisão de financiamento.

Tabela nº 4.7 – Sector Actividade, Estrutura de Capitais e a Maturidade da Dívida

Capitais próprios = capital próprio / activo total, Dívida total = dívida total a terceiros / activo total, Passivo total = (dívida total a terceiros + acréscimos e diferimentos) / activo total, Dívida de curto prazo = dívida a terceiros de curto prazo / activo total, Passivo de CP = (dívida a terceiros de CP + acréscimos e diferimentos) / activo total e Dívida de MLP = dívida a terceiros de MLP / activo total. Nível de significância: *** - 1%, ** - 5% e * - 10%.

	Capitais Próprios	Dívida Total	Passivo Total	Dívida CP	Passivo CP	Dívida MLP
Não Familiares						
Agricultura	0.401	0.543	0.597	0.390	0.444	0.153
Indústria	0.420	0.514	0.575	0.380	0.441	0.134
Construção	0.316	0.614	0.680	0.442	0.509	0.172
Comércio	0.376	0.575	0.619	0.477	0.521	0.099
Alojamento	0.551	0.386	0.448	0.257	0.319	0.129
Serviços	0.429	0.483	0.565	0.352	0.434	0.131
ANOVA	32.84***	41.65***	32.39***	58.39***	38.93***	12.89***
Familiares						
Agricultura	0.418	0.525	0.581	0.404	0.460	0.121
Indústria	0.384	0.575	0.615	0.448	0.488	0.127
Construção	0.336	0.630	0.663	0.480	0.513	0.150
Comércio	0.380	0.595	0.619	0.488	0.511	0.107
Alojamento	0.540	0.407	0.460	0.315	0.368	0.092
Serviços	0.519	0.439	0.481	0.341	0.383	0.097
ANOVA	333.91***	385.26***	332.08***	272.83***	213.26***	39.40***

A tabela nº 4.8 permite identificar as principais origens de fundos externas das empresas da amostra. Hierarquicamente, o financiamento bancário é a primeira fonte, seguindo-se o financiamento através dos proprietários da empresa e, por fim, o financiamento através dos

contratos de *leasing*³⁵. Nas três fontes prevalece a maturidade de curto prazo comparativamente à maturidade de médio e longo prazo. As diferenças dos valores obtidos, entre as empresas familiares e não familiares, para as diferentes fontes de financiamento apresentam-se relevantes e estatisticamente significativas. As empresas não familiares apresentam um maior nível de dívida bancária (principalmente, de longo prazo e total) comparativamente às empresas familiares, enquanto, ocorre o contrário no caso do financiamento pelos proprietários e, pelo menos no que se refere ao curto prazo e total, pelo *leasing*. Estes resultados parecem justificar a opção tomada nesta tese de estudar a forma como a propriedade da empresa determina a escolha das fontes de dívida. No caso do *leasing*, procura-se verificar se o seu menor peso na estrutura de capitais das empresas resulta de uma preferência das empresas pela dívida bancária em detrimento desta fonte.

Tabela nº 4.8 – Fontes Financeiras de Financiamento

Ban CP = dívida bancária de CP / activo total, Ban MLP = dívida bancária de MLP / activo total, Banc TOT = dívida bancária total / activo total, Lea CP = leasing de CP / activo total, Lea MLP = leasing de MLP / activo total, Lea TOT = leasing total / activo total, Soc CP = dívida a sócios de CP / activo total, Soc MLP = dívida a sócios de MLP / activo total e Soc TOT = dívida a sócios total / activo total. Nível de significância: *** - 1%, ** - 5% e * - 10%.

	Ban CP	Ban MLP	Ban TOT	Lea CP	Lea MLP	Lea TOT	Soc CP	Soc MLP	Soc TOT
Não Familiar	0.081	0.061	0.142	0.021	0.022	0.043	0.029	0.025	0.055
Familiar	0.079	0.045	0.125	0.034	0.020	0.053	0.046	0.036	0.082
Teste T	0.900	8.498***	6.545***	-10.027***	2.072**	-6.154***	-8.824***	-6.009***	-11.176***
Teste MW	4.951***	12.459***	5.735***	5.106***	16.077***	2.384**	-2.825***	-6.518***	-11.822***

A tabela nº 4.9 descreve a repartição dos três tipos de dívida das empresas familiares e não familiares por classe dimensional. Este factor, à semelhança do que ocorreu com o estudo da estrutura de capitais das empresas, revela-se determinante para a definição do peso de cada uma das fontes de dívida, particularmente, da dívida bancária e dos proprietários das empresas. Os resultados revelam uma relação positiva das classes dimensionais com o uso de dívida bancária, em ambas as maturidades. As empresas de maior dimensão possuem um maior peso de dívida bancária. As empresas de menor dimensão apresentam um maior peso do financiamento dos proprietários. No *leasing*, existe uma grande semelhança do peso relativo desta fonte de financiamento entre as diferentes classes dimensionais, embora o *leasing* de médio e longo prazo pareça estar positivamente relacionado com a classe dimensional.

³⁵ A base de dados adoptada nesta tese – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos – apenas permite obter os valores referentes às dívidas aos fornecedores de imobilizado, não sendo possível identificar dentro desta rubrica, os valores em dívida correspondentes aos contratos de locação financeira, vulgarmente denominado de *leasing*. No entanto, junto de diversos Técnicos Oficiais de Contas foi possível constatar que, com base na prática contabilística destes profissionais, os valores incluídos na rubrica de créditos de fornecedores de imobilizado correspondem, na sua esmagadora maioria, a dívidas de contratos de locação financeira. Desta forma, nesta tese adoptou-se a denominação de *leasing* para a rubrica dos fornecedores de imobilizado.

Tabela nº 4.9 – Fontes Financeiras de Financiamento por Dimensão

Ban CP = dívida bancária de CP / activo total, Ban MLP = dívida bancária de MLP / activo total, Banc TOT = dívida bancária total / activo total, Lea CP = leasing de CP / activo total, Lea MLP = leasing de MLP / activo total, Lea TOT = leasing total / activo total, Soc CP = dívida a sócios de CP / activo total, Soc MLP = dívida a sócios de MLP / activo total e Soc TOT = dívida a sócios total / activo total. Nível de significância: *** - 1%, ** - 5% e * - 10%.

		Ban CP	Ban MLP	Ban TOT	Lea CP	Lea MLP	Lea TOT	Soc CP	Soc MLP	Soc TOT
Micro	Não Familiar	0.068	0.040	0.108	0.025	0.015	0.040	0.048	0.042	0.089
	Familiar	0.066	0.032	0.098	0.033	0.014	0.048	0.061	0.043	0.104
	Teste T	0.487	2.770***	2.196**	-3.270***	0.477	2.363***	-2.980***	-0.368	-2.660***
	Teste MW	-0.687	1.188	0.074	-3.538***	1.623	-4.228***	-0.959	-1.055	-2.928***
Pequenas	Não Familiar	0.087	0.062	0.149	0.022	0.025	0.047	0.023	0.020	0.043
	Familiar	0.097	0.064	0.161	0.035	0.026	0.061	0.026	0.027	0.053
	Teste T	-2.799***	-0.577	-2.617***	-7.054***	-0.511	-5.363***	-1.350*	-3.117***	-3.337***
	Teste MW	-3.718***	-1.153	-4.880***	-4.088***	3.022***	-6.908***	-2.993***	-6.061***	-8.463***
Médias/ Grandes	Não Familiar	0.084	0.074	0.158	0.018	0.023	0.041	0.024	0.020	0.043
	Familiar	0.119	0.085	0.205	0.026	0.038	0.063	0.007	0.008	0.016
	Teste T	-7.828***	-2.418***	-7.406***	-4.928***	-5.572***	-6.884***	7.277***	5.091***	8.649***
	Teste MW	-8.620***	-4.766***	-9.396***	-4.218***	5.165***	-7.686***	7.603***	-0.235	5.371***
	Anova F	211.92***	300.15***	558.52***	7.48***	126.03***	49.55***	281.81***	96.30***	413.08***
	Anova NF	9.00***	24.55***	30.05***	6.01***	8.49***	2.89**	30.86***	22.42***	44.56***

Contrariamente, ao apresentado na tabela nº 4.8, onde se observou uma semelhança ou um nível ligeiramente superior da dívida bancária nas empresas não familiares comparativamente às empresas familiares, a tabela nº 4.9 permite clarificar que a interacção entre a propriedade familiar e a classe dimensional produz diferenças significativas entre o peso das diferentes fontes de dívida. Neste caso, claramente, as médias/grandes empresas familiares apresentam um maior peso da dívida bancária comparativamente às suas congéneres não familiares. Embora de forma não tão evidente, este comportamento também parece ocorrer nas pequenas empresas. Nas micro empresas verifica-se uma situação semelhante à referida na análise da tabela nº 4.8. Desta forma, estes resultados voltam a justificar a decisão adoptada nesta tese de estudar a interacção da propriedade familiar com a classe dimensional.

O financiamento através de capital dos sócios/accionistas constitui a fonte em que a proporção da dívida de longo prazo se aproxima mais da proporção da dívida de curto prazo (nas empresas de maior dimensão chega mesmo a ser superior nalguns casos). Como seria de esperar, os fundos dos sócios são a principal fonte de financiamento das micro empresas, registando-se uma forte quebra da proporção com a dimensão.

Petersen e Rajan (1994), no âmbito do estudo das pequenas empresas, também comprovaram a importância do financiamento bancário para a generalidade das empresas e do financiamento junto dos sócios para as empresas de menor dimensão. Estes autores observaram que 10% das empresas mais pequenas (considerando apenas as empresas com

dívida) obtiveram cerca de 50% do seu financiamento através das instituições bancárias e 27% junto de sócios e familiares. No caso dos 10% das empresas maiores, o financiamento bancário teve um peso de 62% na dívida total e o peso do financiamento de sócios e familiares foi de 10%. Coleman e Carsky (1999) verificaram no seu estudo sobre as pequenas empresas familiares que cerca de 92% dos inquiridos assumem recorrer ao crédito bancário e 20% ao financiamento junto dos sócios.

A análise prévia dos dados relativos à amostra permitiu constatar um elevado número de empresas que não utilizam dívida de médio e longo prazo, bem como, dívida de instituições financeiras como a banca e locadoras (à semelhança dos trabalhos de Faulkender e Petersen, 2006; Kurshev e Strebulaev, 2007); Strebulaev e Yang, 2006; Ramalho e Silva, 2009). A tabela nº 4.10 apresenta a proporção e o efeito dos rácios nulos para o caso da dívida bancária. Nesta tabela observa-se que cerca de 37% e 34% das empresas familiares e não familiares, respectivamente, não recorrem a dívida bancária. No caso da dívida bancária de maturidade longa, estes valores atingem os 75% e 66%, ficando-se pelos 47% e 40% na maturidade mais curta. Estes resultados revelam uma maior frequência de rácios nulos no caso das empresas familiares. Contudo, o peso das micro empresas familiares na amostra determina claramente, mais uma vez, estes resultados. Com efeito, ao nível da frequência dos rácios nulos, ambos os tipos de micro empresas apresentam uma semelhança de valores, mas nas outras duas classes dimensionais existe claramente uma maior frequência do uso da dívida bancária pelas empresas familiares.

Tabela nº 4.10 – Influência dos Rácios Nulos de Dívida Bancária

Dívida bancária total = dívida bancária total / activo total, Dívida bancária de MLP = dívida bancária de MLP/ activo total, Dívida bancária de CP = dívida bancária de CP / activo total. Nível de significância: *** - 1%, ** - 5% e * - 10%.

		Todas			Micro			Pequenas			Médias / Grandes		
		TOTAL	MLP	CP	TOTAL	MLP	CP	TOTAL	MLP	CP	TOTAL	MLP	CP
Banca	Não Familiar	0.142	0.061	0.081	0.108	0.040	0.068	0.149	0.062	0.087	0.158	0.074	0.084
Com Zeros	Familiar	0.125	0.045	0.079	0.098	0.032	0.066	0.161	0.064	0.097	0.205	0.085	0.119
	Teste T	6.545***	8.498***	0.9000	2.196**	2.770***	0.487	-2.617***	-0.577	-2.799***	-7.406***	-2.418***	-7.828***
	Teste MW	5.735***	12.459***	4.951***	0.074	1.188	-0.684	-4.880***	-1.153	-3.718***	-9.396***	-4.766***	-8.620***
Nº de Zeros	Não Familiar	1 495	2 889	1 773	538	906	625	523	1 098	634	434	885	514
	%	34.0%	65.6%	40.3%	49.1%	82.7%	57.1%	31.5%	66.2%	38.2%	26.4%	53.7%	31.2%
	Familiar	8 012	16 114	9 989	6 248	10 967	7 330	1 605	4 587	2 396	159	560	263
	%	37.4%	75.2%	46.6%	47.8%	83.8%	56.0%	22.7%	64.7%	33.8%	12.7%	44.7%	21.0%
	Total	9 507	19 003	11 762	6 786	11 873	7 955	2 128	5 685	3 030	593	1 445	777
	%	36.8%	73.6%	45.6%	47.9%	83.8%	56.1%	24.3%	65.0%	34.7%	20.4%	49.8%	26.8%
Banca	Não Familiar	0.216	0.178	0.097	0.212	0.233	0.158	0.218	0.183	0.142	0.215	0.160	0.122
Sem Zeros	Familiar	0.199	0.183	0.071	0.187	0.196	0.150	0.208	0.181	0.147	0.234	0.154	0.151
	Teste T	54.867***	-1.241*	8.692***	3.520***	2.991***	1.134	1.861**	0.299	-1.192	-2.924***	0.878	-5.397***
	Teste MW	3.904***	-2.460**	12.790***	2.213**	2.341**	-0.164	1.245	-0.325	-1.639	-4.248***	-0.747	-6.034***

Os dados também sugerem a existência de uma relação positiva da classe dimensional com o uso da dívida bancária. As micro empresas são claramente as empresas que menos utilizam a dívida bancária, seguindo-se as pequenas empresas. As médias/grandes empresas revelam uma maior frequência de uso desta fonte de financiamento. Os dados sugerem que o factor dimensão é determinante para o uso desta fonte e que as empresas de maior dimensão podem dispor de maior facilidade de acesso ou maior propensão dos seus responsáveis para recorrer esta a fonte.

O efeito das observações com valores nulos sobre os rácios da dívida das empresas da amostra é analisado na tabela nº 4.10 que inclui apenas as empresas com dívida. Contrariamente ao apresentado nas tabelas nº 4.8 e 4.9 de um menor peso da dívida bancária de longo prazo nas empresas pertencentes às classes de menor dimensão, são estas que apresentam uma maior proporção deste tipo de dívida quando se excluem os rácios nulos. Assim, as empresas de menor dimensão usam menos dívida bancária mas quando utilizam esta fonte, fazem-no em maior proporção comparativamente às empresas de maiores dimensões. Ramalho e Silva (2009) obtiveram este tipo de evidência no seu estudo da dívida de longo prazo sobre empresas portuguesas.

Considerando apenas as empresas sem valores nulos de dívida, continua a observar-se semelhanças entre as pequenas empresas familiares e não familiares conforme o observado na tabela nº 4.9. As diferenças entre as micro empresas são ampliadas e comprova-se que são as micro empresas familiares a apresentar menor proporção de dívida bancária entre todas as empresas da amostra. As diferenças entre as médias/grandes empresas dos dois tipos de empresas diminuem mas as empresas familiares continuam a apresentar maior proporção de dívida bancária. Estes resultados continuam a revelar que a introdução da classe dimensional e da propriedade familiar na análise da decisão de financiamento contribui para uma maior compreensão deste processo. A introdução da problemática dos valores nulos da dívida no estudo promove uma clarificação adicional e relevante.

A tabela nº 4.11 apresenta a proporção e o efeito dos rácios nulos de *leasing*. Os resultados também revelam uma relação negativa entre a dimensão e a existência de rácios nulos do *leasing* e uma maior frequência das empresas familiares a não recorrer a esta fonte quando se analisa a totalidade da amostra. À semelhança do que ocorreu na dívida bancária (tabela nº 4.10), também aqui estes resultados são determinados pelo peso das micro empresas

familiares na amostra. Entre as classes dimensionais, verifica-se que a maturidade do *leasing* torna-se relevante na determinação do tipo de empresa, familiar e não familiar, a apresentar menor uso desta fonte. A análise dos rácios do *leasing* sem as empresas com valores nulos comprova os resultados obtidos na tabela nº 4.9: uma grande semelhança entre as micro empresas de ambos os tipos e uma maior proporção do *leasing* nas pequenas e médias/grandes empresas familiares comparativamente às empresas não familiares.

Tabela nº 4.11 – Influência dos Rácios Nulos de Leasing

Leasing total = leasing total / activo total, Leasing de MLP = leasing de MLP/ activo total, Leasing de CP = leasing de CP / activo total.
Nível de significância: *** - 1%, ** - 5% e * - 10%.

		Todas			Micro			Pequenas			Médias / Grandes		
		TOTAL	MLP	CP	TOTAL	MLP	CP	TOTAL	MLP	CP	TOTAL	MLP	CP
Leasing	Não Familiar	0.043	0.022	0.021	0.040	0.015	0.025	0.047	0.025	0.022	0.041	0.023	0.018
Com Zeros	Familiar	0.053	0.020	0.034	0.048	0.014	0.033	0.061	0.026	0.035	0.063	0.038	0.026
	Teste T	-6.154***	2.072**	-10.027***	-2.363***	0.477	-3.270***	-5.362***	-0.511	-7.054***	-6.884***	-5.572***	-4.928***
	Teste MW	2.384**	16.077**	5.106***	-4.228***	1.623	-3.538***	-6.908***	3.022	-4.088***	-7.686***	-5.165***	-4.218***
Nº de Zeros	Não Familiar	1 442	3 055	1 650	656	958	702	493	1 118	586	293	979	362
	%	32.8%	69.4%	37.5%	59.9%	87.5%	64.1%	29.7%	67.4%	35.3%	17.8%	59.4%	22.0%
	Familiar	9 186	17 470	10 813	7 066	11 664	7 859	1 943	5 141	2 677	177	665	277
	%	42.9%	81.6%	50.5%	54.0%	89.2%	60.1%	27.4%	72.6%	37.8%	14.1%	53.0%	22.1%
	Total	10 628	20 525	12 463	7 722	12 622	8 561	2 436	6 259	3 263	470	1 644	639
	%	41.2%	79.5%	48.3%	54.5%	89.0%	60.4%	27.9%	71.6%	37.3%	16.2%	56.7%	22.0%
Leasing	Não Familiar	0.064	0.071	0.034	0.100	0.121	0.070	0.067	0.077	0.034	0.050	0.056	0.023
Sem Zeros	Familiar	0.093	0.106	0.068	0.104	0.131	0.084	0.084	0.096	0.056	0.074	0.080	0.033
	Teste T	-12.301***	-9.448***	-16.968***	-0.546	0.818	-2.376***	-5.078***	-3.514***	-8.254***	-6.397***	-4.443***	-5.151***
	Teste MW	-17.443***	-12.700***	-21.948***	-2.168**	-1.147	-3.801***	-8.864***	-5.515***	-11.038***	-7.763***	-5.946***	-6.167***

A tabela nº 4.12 permite analisar a dívida bancária e o *leasing* de médio e longo prazo, considerando, numa primeira parte, todas as empresas que fazem uso destas fontes (independentemente da maturidade) e, numa segunda fase, apenas as empresas que incluem na sua estrutura financeira o uso da maturidade mais longa de cada fonte. Nesta tabela, complementarmente aos resultados das tabelas nº 4.10 e 4.11, verifica-se uma maior dificuldade no acesso à dívida de médio e longo prazo pelas empresas de menor dimensão. Os resultados apresentam uma relação positiva do peso da dívida bancária e do *leasing* de médio e longo prazo com a dimensão, Verifica-se também que as empresas não familiares recorrem mais a estas fontes de financiamento nas classes dimensionais de menor dimensão e que o oposto acontece nas classes dimensionais maiores. Quando se consideram apenas as empresas que recorrem a dívida de médio e longo prazo, verifica-se que, independentemente da classe dimensional, as empresas familiares usam uma maior proporção de dívida com esta maturidade.

Tabela nº 4.12 – Maturidade da Dívida Bancária e do Leasing

Dívida bancária de médio longo prazo / dívida bancária total e Leasing de médio e longo prazo / leasing total. Nível de significância: *** - 1%, ** - 5% e * - 10%.

		Todas		Micro		Pequenas		Médias / Grandes	
		Banca	Leasing	Banca	Leasing	Banca	Leasing	Banca	Leasing
Toda	Não Familiar	0.334	0.300	0.277	0.235	0.325	0.322	0.369	0.301
	Familiar	0.294	0.259	0.254	0.204	0.328	0.299	0.374	0.376
		4.837***	5.044***	1.288*	1.650**	-0.210	1.795**	-0.311	-4.971***
		7.542***	8.186***	1.241	2.656***	0.449	2.558***	-0.427	-4.429***
MLP > 0	Não Familiar	0.642	0.658	0.816	0.752	0.659	0.695	0.587	0.610
	Familiar	0.743	0.802	0.820	0.865	0.720	0.790	0.589	0.688
		-11.282***	-18.299***	-0.196	-5.628***	-4.250***	-8.001***	-0.153	-5.399***
		-13.187***	-18.989***	-0.956	-5.663***	-5.045***	-9.050***	-0.366	-5.094***

Quando se analisam as empresas com acesso à dívida de médio e longo prazo, comprova-se o comportamento referido no âmbito dos resultados das tabelas nº 4.10 e 4.11. As empresas de menor dimensão utilizam uma maior proporção de dívida de maturidade longa comparativamente às empresas de maior dimensão. No caso das micro empresas, cerca de 82% da dívida total é de médio longo prazo. Nas pequenas empresas, este valor situa-se nos 66% e 72% nas empresas não familiares e familiares, respectivamente. As médias/grandes empresas apresentam uma maior distribuição da dívida pelas duas maturidades, com a dívida de médio e longo prazo a corresponder a cerca 59% da dívida total.

Os resultados anteriores permitiram observar dois grupos distintos de empresas em função da sua postura face à utilização do crédito bancário: as empresas que recorrem a esta fonte e as que não recorrem. Como ambos os grupos apresentam um peso relevante na amostra, procedeu-se à análise separada da estrutura de capitais dos dois grupos (tabela nº 4.13).

Tabela nº 4.13 – Estrutura de Capitais e o Uso de Dívida Bancária

Capital próprio = capital próprio / activo total, Dívida total = dívida total a terceiros / activo total, Dívida de MLP = dívida a terceiros de MLP / activo total e Dívida de curto prazo = dívida a terceiros de curto prazo / activo total.

	Capitais Próprios	Dívida Total	Passivo Total	Dívida CP	Passivo CP	Dívida MLP
Não Familiares						
Sem Dívida Bancária	0.529	0.387	0.464	0.326	0.402	0.061
Com Dívida Bancária	0.339	0.604	0.658	0.445	0.499	0.159
Familiares						
Sem Dívida Bancária	0.542	0.419	0.457	0.345	0.383	0.074
Com Dívida Bancária	0.331	0.636	0.668	0.497	0.529	0.139

Na tabela nº 4.13 observa-se que, nas empresas sem dívida bancária, mais de 50% dos fundos aplicados são gerados pelo capital social e resultados. Por outro lado, as empresas com dívida bancária apresentam níveis de endividamento significativos, dado este ser, sensivelmente, o

dobro dos capitais próprios. Nestas empresas, cerca de dois terços dos fundos corresponde a dívida.

IV.3. Modelos Econométricos

Nesta secção apresentam-se os modelos econométricos adoptados no teste das hipóteses formuladas no capítulo III, no âmbito das quatro abordagens ao estudo da decisão de financiamento: estrutura de capitais, fontes de dívida, maturidade da dívida e acesso à dívida. Desta forma, esta secção encontra-se organizada em quatro subsecções, de acordo com as abordagens adoptadas, para apresentação dos modelos usados em cada uma e respectivas medidas do processo de decisão seguido em cada uma destas fases.

IV.3.1. Modelo da Estrutura de Capitais

Nesta abordagem recorre-se ao modelo de regressão para dados fraccionários (FRM) para testar a influência do factor propriedade familiar na decisão sobre a estrutura de capitais. Este modelo constitui a via mais adequada para responder às características do objecto de estudo porque permite explicar o comportamento de uma variável dependente caracterizada por assumir valores entre 0 e 1. O modelo é especificado da seguinte forma:

$$E(Y_i | X_i) = G(\beta_0 + \beta X_i) \quad 4.1$$

A função não linear $G(.)$ satisfaz a condição $0 < G(.) < 1$ e existem diversas hipóteses de escolha (Papke e Wooldridge, 1996, sugerem diversas especificações para esta função de distribuição acumulada). Neste trabalho, optou-se por usar este modelo recorrendo à função logística. Segundo Papke e Wooldridge (1996), a estimação dos coeficientes β da equação (4.1) é mais eficiente através da utilização da distribuição de Bernoulli para Y condicional em X e pela maximização da função de quasi-máxima verosimilhança (como esta distribuição pertence à família exponencial linear, os estimadores obtidos através da quasi-máxima verosimilhança são consistentes, mesmo que a verdadeira função de distribuição de Y condicional em X não seja a Bernoulli):

$$LL(\beta) = y \text{Log}[G(X\beta)] + (1 - y) \text{Log}[1 - G(X\beta)] \quad 4.2$$

De modo a avaliar a adequação dos modelos ao estudo dos factores determinantes da decisão de estrutura de capitais das empresas, os resultados obtidos serão analisados sob dois aspectos:

- Sinal e significância estatística dos coeficientes estimados:
 - Teste de Wald - Estatística Z: $\hat{\beta}_j / \hat{\sigma}(\hat{\beta}_j) \sim N(0,1)$ $H_0 : \beta_j = 0$
- Teste RESET (teste à forma funcional dos modelos) – o processo descrito por Papke e Wooldridge (1996).

No âmbito do estudo da decisão de estrutura de capitais, a definição da variável representativa dos níveis de cada fonte de financiamento tem sido uma questão importante entre os diversos investigadores da área. Esta definição corresponde à variável *Y* do modelo especificado na equação 4.1. A literatura financeira tem proposto diversas representações ou medidas da estrutura de capitais das empresas. Rajan e Zingales (1995) apresentam uma extensa discussão sobre as medidas adoptadas pelos diversos estudos empíricos, apresentando que a escolha da medida deve depender do objectivo da análise. As medidas mais frequentemente utilizadas para representação da estrutura de capitais são o rácio do endividamento, dado pelo quociente entre o valor da dívida com a soma do total da dívida mais os capitais próprios e o rácio da estrutura de capitais (*debt to equity ratio*), dado pelo quociente entre o total da dívida com os capitais próprios (Silva, 2006). Na tabela nº 4.14 apresenta-se um resumo dos estudos empíricos que adoptaram as principais medidas da estrutura de capitais.

Tabela nº 4.14 - Medidas da Estrutura de Capitais (apenas com valores contabilísticos)³⁶

Medidas Contabilísticas da Estrutura de Capitais			
Medida	Exemplo de Estudos Empíricos		
	Total	Longo Prazo	Curto Prazo
Estrutura de Capitais	Kester (1986), Drobetz e Fix (2003); Gul (1999), Lowe et al (1994), Munro (1996), Sogorb-Mira e López-García (2003)	Kester (1986), Chiarella et al (1991); Shenoy e Koch (1996); Titman e Wessels (1988);	Chiarella et al (1991); Titman e Wessels (1988);
Endividamento	Allen (1993) ^a , Allen e Mizuno (1989); Baskin (1989), Bevan e Danbolt (2002) ^b , Bontempi (2002), Cassar e Holmes (2003); Chittenden et al (1996); Drobetz e Fix (2003); Goyal et al (2002); Hirota (1999); Soborg-Mira (2005); Booth et al. (2001); Michaelas et al. (1999); Nivorozhkin (2003); Ozkan (2001); Sogorb-Mira e López-García (2003); Toy et al (1974), Wald (1999), Wiwattanakantang (1999)	Barclay e Smith (1995a), Boyle e Eckhold (1997); Bowen et al (1982) ^c , Cassar e Holmes (2003); Chittenden et al (1996); Fan et al (2006) ^d ; Jensen, et al. (1992); Kim e Sorensen (1986); Friend e Lang (1988); Rajan e Zingales (1995) ^e ; Soborg-Mira (2005); Booth et al. (2001); Hall et al. (2000); Michaelas et al. (1999); Mehran (1992); Wald (1999), Van der Wijst e Thurik (1993)	Boyle e Eckhold (1997); Bowen et al (1982) ^c , Cassar e Holmes (2003); Chittenden et al (1996); Soborg-Mira (2005); Hall et al. (2000); Michaelas et al. (1999); Van der Wijst e Thurik (1993)

³⁶ a) o autor retirou os títulos negociáveis; b) analisou nas variáveis dependentes o efeito das disponibilidades, dos impostos diferidos e das provisões; c) retirou os impostos diferidos; d) o denominador do rácio é o endividamento total; e) os autores retiraram as seguintes componentes: activos de curto prazo (disponibilidades e crédito comercial), as rubricas referentes a pensões no passivo, os impostos diferidos, o valor dos intangíveis e as provisões.

Na investigação empírica têm sido adoptadas diversas variantes destas medidas. Estas derivam da utilização de dívida de diferentes maturidades, da aplicação do valor de mercado *versus* valor contabilístico e na consideração de ajustamentos. Em alguns estudos observa-se a distinção entre dívida corrente e de financiamento dado os diferentes custos associados a cada fonte. Noutros estudos, verifica-se a separação da dívida de curto prazo da dívida com maturidade mais longa face ao valor do activo. Em suma, os principais ajustamentos incidem sobre as rubricas dos acréscimos e diferimentos, créditos e débitos comerciais, provisões para cobrança duvidosa, títulos negociáveis, depósitos bancários e caixa.

Segundo Frank e Goyal (2008), muitos autores utilizam mais do que uma medida da estrutura de capitais de modo a enriquecerem as suas conclusões através do confronto de resultados [v.g. Kester (1986), Titman e Wessels (1988), Allen e Mizuno (1989), Chung (1993), Allen (1995), Rajan e Zingales (1995), Boyle e Eckhold (1997), Jordan et al (1998), Bevan e Danbolt (2002), Hall et al. (2000), Booth et al. (2001), Soborg-Mira (2005)]. Outros autores consideram apenas uma variável dependente como são os casos de Bradley et al (1984), Kim e Sorensen (1986), Friend e Lang (1988), Baskin (1989), Jensen et al (1992), Hirota (1999) e Boyle e Eckhold (1997). A utilização de mais do que uma variável dependente proporciona uma leitura distinta, face ao comportamento expectável dos factores explicativos em relação a cada conceito de endividamento, embora, por vezes, contribua para a obtenção de conclusões contraditórias.

No caso específico das empresas familiares, verificou-se a adopção das medidas constantes da tabela nº 4.15.

Tabela nº 4.15 – Medidas da Estrutura de Capitais nos Estudos das Empresas Familiares

Dívida Total / Activo Total ou Dívida Total / (Dívida + Capitais Próprios)	McConaughy e Phillips (1999), McConaughy et al (2001), Randoy e Goel (2003), Allouche et al (2008), López-Gracia e Sánchez-Andújar (2007), Blanco-Mazagatos et al (2007)
Dívida de Longo Prazo / Activo Total ou Dívida de Longo Prazo / (Dívida + Capitais Próprios)	Andersen e Reeb (2003a e 2003c), Agrawal e Nagarajan (1990)
Dívida de Curto Prazo / Activo Total	McConaughy et al (2001)
Debt to Equity Ratio	Gallo e Vilaseca (1996), Gallo et al (2004), Allouche et al (2008), Chaganti e Damanpour (1991), Schulze et al (2003a), Gallo e Vilaseca (1998), Mahéroult (2000 e 2004), Lyagoubi (2006)
Variáveis Binárias	Coleman e Carsky (1999)

Desta forma, a variável dependente a utilizar na primeira fase da abordagem à decisão sobre a estrutura de capitais, representada por Y na especificação do modelo descrito pela expressão 4.1, é a seguinte:

$$\text{Endividamento Total} = \text{Dívida Total} / \text{Activo Total}$$

IV.3.2. Modelo da Escolha das Fontes de Dívida

No âmbito do estudo da escolha das fontes de dívida, procura-se identificar os factores determinantes das seguintes opções de financiamento: não recorrer à dívida financeira, recorrer exclusivamente à dívida bancária, recorrer exclusivamente ao *leasing* e, por fim, recorrer a uma combinação das duas fontes anteriores. Desta forma, torna-se necessário adoptar uma metodologia econométrica que permita tratar um problema de escolhas múltiplas. O modelo de probabilidades de escolhas multinomiais, especificamente, o modelo logit multinomial, constitui o modelo econométrico mais adequado ao problema em estudo. Em termos gerais, este tipo de modelos é especificado da seguinte forma:

$$\begin{aligned} Pr(Y_i = j|X_i) &= Pr(U_{ij} \geq U_{ik}), \forall k \neq j \\ &= Pr(u_{ij} + \varepsilon_{ij} \geq u_{ik} + \varepsilon_{ik}), \forall k \neq j \\ &= Pr(\varepsilon_{ik} - \varepsilon_{ij} \geq u_{ij} - u_{ik}), \forall k \neq j \\ &= \int_{-\infty}^{u_{ij}-u_{i1}} \int_{-\infty}^{u_{ij}-u_{i2}} \dots \int_{-\infty}^{u_{ij}-u_{ik}} f(\varepsilon_{i0}, \varepsilon_{i1}, \dots, \varepsilon_{iJ-1}) \end{aligned} \quad 4.3$$

Nesta equação, $Pr(Y_i = j|X_i)$ representa a probabilidade da empresa i escolher a opção de financiamento j , $k = 0, \dots, J - 1$ indexa cada opção, U_{ij} representa a utilidade que a empresa i retira da opção j , $U_{ij} = \mu_{ij} + \varepsilon_{ij}$, $\mu_{ij} = X_i\beta$ e $f(\cdot)$ é a função de densidade conjunta dos termos erros da função utilidade.

No âmbito do modelo logit multinomial, assume-se que os erros são independentes e identicamente distribuídos de acordo com a distribuição de valor extremo de tipo I ou de Gumbel, ($f(\varepsilon_{ik}) = \exp[-\varepsilon_{ik} - \exp(-\varepsilon_{ik})]$) pelo que a equação anterior pode ser bastante simplificada, obtendo-se:

$$Pr(Y_i = j|X_i) = \frac{e^{\mu_{ij}}}{\sum_{k=0}^{J-1} e^{\mu_{ik}}} \quad 4.4$$

Os coeficientes do modelo logit multinomial podem ser interpretados como os efeitos das variáveis independentes sobre a probabilidade de escolher uma fonte de financiamento particular em detrimento de uma fonte base (Heino, 1999).

De modo a avaliar a adequação dos modelos ao estudo da escolha das fontes de dívida financeira, os resultados obtidos serão analisados sob dois aspectos:

- Sinal e significância estatística dos coeficientes estimados:
 - Teste de Wald - Estatística Z: $\hat{\beta}_j / \hat{\sigma}(\hat{\beta}_j) \sim N(0,1)$ $H_0 : \beta_j = 0$
- Teste RESET (teste à forma funcional dos modelos) – o processo descrito por Hausman e McFadden (1984).

No estudo dos determinantes da escolha das fontes de dívida financeira adoptou-se a seguinte variável de escolha múltipla (quatro categorias) para introdução no modelo logit multinomial: 0 – sem dívida financeira, 1 – exclusivamente dívida bancária, 2 – exclusivamente *leasing* e 3 – misto das duas anteriores). Assim:

$$Y = \begin{cases} 0 & \text{se Dívida Bancária Total} = 0 \text{ e Leasing Total} = 0 \\ 1 & \text{se Dívida Bancária Total} > 0 \text{ e Leasing Total} = 0 \\ 2 & \text{se Dívida Bancária Total} = 0 \text{ e Leasing Total} > 0 \\ 3 & \text{se Dívida Bancária Total} > 0 \text{ e Leasing Total} > 0 \end{cases}$$

IV.3.3. Modelo da Maturidade da Dívida

O processo de decisão sobre a maturidade da dívida foi analisado sobre três perspectivas diferentes, cada uma delas implicando a utilização de um modelo econométrico diferente. Na primeira perspectiva, procura-se identificar a forma como o factor propriedade familiar influencia as seguintes opções: não recorrer à dívida, recorrer exclusivamente à dívida financeira de curto prazo, recorrer exclusivamente à dívida de longo prazo e, por fim, recorrer a uma combinação de dívida com ambas as maturidades. Neste caso, adoptou-se o modelo logit multinomial usado no estudo da escolha das fontes de dívida, dada a semelhança existente no estudo da decisão de financiamento. Na segunda perspectiva, procura-se avaliar a forma como a propriedade familiar determina a estrutura da dívida, sendo, para tal, adoptado o modelo de regressão para dados fraccionários utilizado no estudo da estrutura de capitais dado a variável de interesse ter características semelhantes. Por fim, na terceira perspectiva, procura-se analisar a forma como a propriedade familiar determina a decisão de usar dívida de

longo prazo e, no momento seguinte, como determina a decisão sobre a proporção de dívida na estrutura de capitais.

A terceira perspectiva constitui um aspecto emergente nos estudos empíricos sobre a decisão de financiamento e relevante para a decisão da forma funcional a aplicar, consistindo na separação da análise dos factores determinantes da decisão de utilização de dívida face aos factores que determinam a sua proporção na estrutura de capitais (Cassar, 2004; Faulkender e Petersen, 2006; Kurshev e Strebulaev, 2007; Strebulaev e Yang, 2006). Neste âmbito, surge a proposta de utilização do modelo de regressão a duas partes para dados fraccionários apresentado por Ramalho e Silva (2009). Segundo os autores, este modelo assume um papel importante no estudo da decisão de financiamento das empresas porque desfruta das vantagens do modelo de regressão para dados fraccionários, ao qual é acrescentado a possibilidade desta forma funcional permitir analisar, em separado, os factores determinantes da decisão de endividamento face aos factores que determinam a sua proporção.

O modelo de regressão a duas partes para dados fraccionários tem duas componentes. Na primeira parte utiliza-se um modelo binário para explicar a probabilidade da empresa decidir pelo uso ou não da dívida:

$$Y^* = \begin{cases} 0 & \text{se } Y = 0 \\ 1 & \text{se } Y \in [0,1] \end{cases} \quad 4.5$$

$$\Pr(Y^* = 1 | X) = \Pr(Y \in [0,1] | X) = F(X\theta) \quad 4.6$$

onde θ corresponde ao vector dos coeficientes das variáveis explicativas e $F(.)$ é a função de distribuição logística ou normal, donde resultam, respectivamente, os modelos logit e probit, os quais podem ser estimados através do método da máxima verosimilhança. Neste trabalho optou-se pela utilização do modelo Logit:

$$\Pr(Y = 1) = G(X\theta) = \frac{\exp(X\theta)}{1 + \exp(X\theta)} \quad 4.7$$

A segunda parte do modelo considera o estudo dos determinantes da proporção de dívida a emitir pelas empresas com rácios de endividamento superiores a zero. Neste trabalho, optou-se pela aplicação do modelo de regressão para dados fraccionários anteriormente explicado.

De modo a avaliar a adequação de cada parte do modelo ao estudo da maturidade da dívida das empresas, os resultados obtidos serão analisados sob dois aspectos:

- Sinal e significância estatística dos coeficientes estimados:
 - Modelo binário e modelo FRM: Teste de Wald - Estatística Z:

$$\hat{\beta}_j / \hat{\sigma}(\hat{\beta}_j) \sim N(0,1) \quad H_0 : \beta_j = 0$$

- Teste RESET (teste à forma funcional dos modelos) – No caso do modelo FRM, o processo descrito por Papke e Wooldridge (1996); no caso do modelo binário, a estatística LR³⁷.

No estudo da escolha da maturidade da dívida adoptou-se a seguinte variável de escolha múltipla (quatro categorias) no modelo logit multinomial: 0 – sem dívida, 1 - exclusivamente dívida financeira de curto prazo, 2 – exclusivamente dívida financeira de longo prazo e 3 – misto das duas anteriores. Assim:

$$Y = \begin{cases} 0 & \text{se Dívida Bancária Total} = 0 \text{ e Leasing Total} = 0 \\ 1 & \text{se (Dív. Banc. CP} > 0 \text{ ou Leasing CP} > 0) \text{ e Dív. Banc. MLP} = 0 \text{ e Leasing MLP} = 0 \\ 2 & \text{se Dív. Banc. CP} = 0 \text{ e Leasing CP} = 0 \text{ e (Dív. Banc. MLP} > 0 \text{ ou Leasing MLP} > 0) \\ 3 & \text{se (Dív. Banc. CP} > 0 \text{ ou Leasing CP} > 0) \text{ e (Dív. Banc. MLP} > 0 \text{ ou Leasing MLP} > 0) \end{cases}$$

No estudo da influência da propriedade familiar sobre a estrutura da dívida procurou-se definir uma representação da estrutura da dívida ao nível da sua maturidade. Desta forma, optou-se por utilizar uma medida representativa do peso da dívida de longo prazo em relação ao total da dívida. Especificamente, esta variável é calculada pelo quociente entre a dívida de longo prazo (dívida com uma maturidade superior a um ano) com a dívida total. Esta medida foi adoptada por Cunat (1999), Scherr e Hulburt (2001), Antoniou et al (2006), Arslan e Karan (2006), García-Teruel e Martínez-solano (2009) e Gonzalez (2009). Barclay et al (2003), Barclay e Smith (1995a) e Aivazian et al (2005) também adoptaram esta medida, mas assumiram a dívida com um vencimento superior a três anos. No entanto, ao contrário dos

³⁷ $\left[LR = 2(\ell_{ur} - \ell_r)^a \sim \chi_q^2 \right]$

trabalhos anteriormente referidos, optou-se por calcular esta medida para as duas fontes de dívida mais relevantes, em vez de toda a dívida: financiamento bancário e o *leasing*³⁸.

Por fim, no estudo da influência do factor propriedade sobre a decisão de usar dívida e, posteriormente, na definição da sua proporção, que corresponde a cada um dos momentos do modelo da regressão a duas partes para dados fraccionários, utilizou-se uma variável binária no modelo logit correspondente à primeira parte calculada da seguinte forma:

$$Y = \begin{cases} 0 & \text{se Dívida Bancária de Longo Prazo / Activo Total} = 0 \\ 1 & \text{se Dívida Bancária de Longo Prazo / Activo Total} > 0 \end{cases}$$

Na segunda parte, que corresponde ao modelo regressão para dados fraccionários, utilizou-se a seguinte variável representativa da proporção da dívida bancária de longo prazo na estrutura de capitais:

$$\textit{Dívida Bancária de Longo Prazo / Activo Total}$$

IV.3.4. Modelo do Acesso à Dívida

O estudo dos efeitos das restrições de financiamento sobre a estrutura de capitais das empresas implicou a assumpção de dois momentos: um primeiro momento, que corresponde à decisão das empresas sobre o uso, ou não, de dívida; e, um segundo momento, caso a decisão seja pela sua utilização, se as instituições financeiras aprovam, ou não, o pedido desses fundos. Na amostra apenas se observam as empresas com dívida e empresas com dívida nula. A situação de dívida igual a zero pode resultar da opção da empresa de não recorrer a esta fonte de financiamento ou, tendo recorrido, não lhe ter sido concedido o financiamento. Esta característica pode ser descrita pela metodologia do Modelo Probit Bivariado de Observabilidade Parcial³⁹ desenvolvido por Poirier (1980) e Abowd e Farber (1982), entre outros.

Considere-se que $y_1 = 1$ para o caso em que o credor decide conceder a dívida (sendo $y_1 = 0$ correspondente à não concessão do financiamento) e y_2 o resultado da decisão da empresa de procurar a dívida ($y_2 = 1$ se a empresa decidiu solicitar financiamento e $y_2 = 0$ no caso contrário). Na amostra apenas se observa a situação $y_1 = y_2 = 1$. Além disso, em vez de

³⁸ Dívida Bancária de MLP = Dívida Bancária de Longo Prazo / Dívida Bancária Total e *Leasing* = Fornecedores de Imobilizado de Longo Prazo / Fornecedores de Imobilizado Total.

³⁹ *Bivariate Probit With Partial Observability*

x_i, y_{i1} e y_{i2} , neste modelo apenas se observa x_i e z_i , onde $z_i = y_{i1} \times y_{i2}$. Deste modo, tem-se:

$$z_i = \begin{cases} 1 & \text{se } y_{i1} = 1 \text{ e } y_{i2} = 1 \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases} \quad 4.8$$

Entre as diferentes variantes existentes do Modelo Probit Bivariado de Observabilidade Parcial, em função dos dados e do objectivo do estudo, optou-se por usar o modelo de Poirier (1980) e o modelo de Abowd e Farber (1982).

No modelo de Poirier (1980), y_1 e y_2 são estimados simultaneamente e os dois erros (ϵ_1 e ϵ_2) são correlacionados:

$$\Pr(z = 1) = \Phi_2(x_1\beta_1, x_2\beta_2; \rho) \quad 4.9$$

$$\Pr(z = 0) = 1 - \Phi_2(x_1\beta_1, x_2\beta_2; \rho) \quad 4.10$$

onde ρ representa o coeficiente de correlação entre ϵ_1 e ϵ_2 e Φ_2 a função de distribuição acumulada normal padrão bivariada. A função de máxima verosimilhança para esta versão do modelo probit bivariado com observabilidade parcial é a seguinte:

$$\ln L = \sum_{i=1}^N \{z_i \ln \Phi_2(x_1\beta_1, x_2\beta_2; \rho) + (1 - z_i) \ln [1 - \Phi_2(x_1\beta_1, x_2\beta_2; \rho)]\} \quad 4.11$$

No modelo de Abowd e Farber (1982), y_1 e y_2 são estimados sequencialmente e os dois erros (ϵ_1 e ϵ_2) assumem-se não ser correlacionados:

$$\Pr(z = 1) = \Phi(x_1\beta_1)\Phi(x_2\beta_2) \quad 4.12$$

$$\Pr(z = 0) = 1 - [\Phi(x_1\beta_1)\Phi(x_2\beta_2)] \quad 4.13$$

Neste caso, a função de máxima verosimilhança é a seguinte:

$$\ln L = \sum_{i=1}^N \{z_i \ln \Phi(x_{i1}\beta_1)\Phi(x_{i2}\beta_2) + (1 - z_i) \ln [1 - [\Phi(x_{i1}\beta_1)\Phi(x_{i2}\beta_2)]]\} \quad 4.14$$

De modo a avaliar a adequação dos modelos ao estudo dos factores determinantes do acesso das empresas à dívida, os resultados obtidos serão analisados sob dois aspectos:

- Sinal e significância estatística dos coeficientes estimados:
 - Teste de Wald - Estatística Z: $\hat{\beta}_j / \hat{\sigma}(\hat{\beta}_j) \sim N(0,1)$ $H_0 : \beta_j = 0$
- Teste LR - conforme o processo adoptado por Heywood e Mohanty (1993).

A tabela nº 4.16 apresenta um conjunto de trabalhos empíricos e respectivas proxies usadas nos estudos das restrições de acesso à dívida. Segundo Musso e Schiavo (2008), todas as variáveis referidas procuram capturar fontes de assimetria de informação que, potencialmente, podem condicionar o acesso ao mercado de capitais. Os autores alertam para o caso dos estudos baseados no rácio dos dividendos serem restritos às empresas cotadas e no caso europeu corresponde às empresas de maior dimensão e mais maduras⁴⁰.

Tabela nº 4.16 – Variáveis Representativas da Existência de Restrições de Financiamento

Paper	Segmentação
Fazzari et al (1988)	Rácio de Pagamento de Dividendos
Devereux and Schiantarelli (1990)	Idade Dimensão Idade + Dimensão
Hoshi et al (1991)	Afiliação a Grupo Económico
Bond e Meghir (1994)	Dividendos sobre Capitalização Bolsista + Acções Emitidas
Chirinko e Schaller (1995)	Idade Concentração da Propriedade Afiliação a Grupo Económico
Gilchrist e Himmelberg (1995)	Rácio de Pagamento de Dividendos Dimensão Existência de Rating de Risco
Kaplan e Zingales (1997)	Informação Qualitativa das Dem. Financ.
Kadapakkam et al (1998)	Dimensão
Becchetti e Tovato (2002)	Questionário
Campa e Shaver (2002)	Afiliação a Grupo Económico
Greenaway et al (2005)	Liquidez Rating de Crédito
Cleary (2006)	Dimensão Rácio de Pagamento de Dividendos ? Rácio de Pagamento de Dividendos
Savignac (2006)	Questionário
Whited (2006)	Política de Dividendos Dimensão Afiliação a Grupo Económico

Fonte: Musso e Schiavo, 2008:139.

⁴⁰ Musso e Schiavo (2008) acrescentam um problema adicional. Todos os estudos acima referenciados dependem de uma definição unidimensional da restrição de financiamento, isto é, eles assumem que uma única variável pode identificar, de forma efectiva, a existência de uma restrição de financiamento. Assim, os estudos anteriores assumem a simplicidade deste fenómeno, não analisando diferentes graus da sua complexidade.

Os estudos empíricos referidos procuram avaliar o impacto das restrições de acesso à dívida sobre o crescimento e investimento das empresas. No entanto, não consideram a perspectiva dos dois lados do processo de decisão: da procura e da oferta da dívida no processo de financiamento. Desta forma, não permitem clarificar a razão da existência de rácios nulos de dívida e não admitem que estes podem resultar de duas atitudes diferentes face à forma como a empresa se deve financiar através de dívida. A comprovação da existência de dois comportamentos diferentes face à dívida, embora numa fase embrionária, tem vindo a ser reforçada na literatura financeira recente. Contudo, importa identificar as razões de um dos grupos não recorrer a esta fonte de fundos. A utilização do rácio da dívida da empresa subestima o crédito disponível para as empresas – estas poderão ter índices de endividamento baixo porque estão expostas a mais fortes restrições de financiamento (a restrição no lado da oferta), ou porque têm uma reduzida ou nula necessidade de capitais externos (uma restrição no lado da procura). O rácio da dívida da empresa é, simultaneamente, determinado pela procura de crédito pela empresa e pela oferta de crédito pelas instituições financeiras (Petersen e Rajan, 1994).

A metodologia adoptada, com a introdução do lado da oferta e da procura no processo de decisão e a importância do estudo das fontes financeiras determinaram a definição das variáveis nesta abordagem ao processo de financiamento das empresas de propriedade familiar. A metodologia e as características dos dados motivam o uso de uma variável binária. Desta forma, utilizaram-se duas variáveis binárias, originando o mesmo conjunto de modelos:

- **Dívida Bancária Total** com os seguintes valores:

$$1 \text{ se } \textit{Dívida Bancária Total} / \textit{Activo Total} > 0$$

$$0 \text{ se } \textit{Dívida Bancária Total} / \textit{Activo Total} = 0$$

- **Leasing Total** com os seguintes valores:

$$1 \text{ se } \textit{Leasing Total} / \textit{Activo Total} > 0$$

$$0 \text{ se } \textit{Leasing Total} / \textit{Activo Total} = 0$$

A escolha destas variáveis foi determinada pela análise da estrutura financeira das empresas da amostra. Estas duas variáveis são consideradas as duas fontes de fundos mais relevantes provenientes de instituições financeiras. Nestas fontes de financiamento observou-se um número relevante de valores nulos nos respectivos rácios de dívida. Desta forma, importa

avaliar se estes valores nulos resultam de uma opção dos responsáveis das empresas ou se são devidos às restrições no acesso a estas fontes de fundos impostas pelos mercados financeiros.

IV.4. Variáveis Representativas das Características das Empresas

Nesta secção são descritas as variáveis utilizadas no estudo das quatro fases da decisão de financiamento das empresas. A secção encontra-se estruturada em dois pontos: variáveis independentes para os testes das hipóteses e variáveis independentes de controlo.

IV.4.1. Variáveis para os Testes de Hipóteses

A influência da propriedade familiar nas diferentes fases da decisão de financiamento constitui o principal objectivo de estudo neste trabalho de investigação. Desta forma, o teste das hipóteses associadas à influência do factor propriedade familiar sobre a decisão de estrutura de capitais, de escolha das fontes de dívida, de escolha da maturidade da dívida e do acesso à dívida será realizado através de uma *dummy* que assume valor 1 se a empresa for classificada como *familiar* e o valor 0 no caso contrário. Esta variável será utilizada em todos os modelos de forma a permitir responder às questões relacionadas com o efeito da propriedade familiar do capital sobre os quatro aspectos da decisão de financiamento.

Neste trabalho também se pretende analisar se a influência do factor propriedade familiar sobre a decisão de financiamento é moderada pela dimensão da empresa. Particularmente, se o facto das empresas serem micro ou pequenas determina a decisão de financiamento, dadas as suas características (níveis de risco e problemas de assimetria de informação), independentemente das empresas serem de propriedade familiar ou não. Desta forma, recorre-se a duas variáveis *dummies*: *micro* e *pequenas* empresas. No caso da primeira, esta assumirá valor 1 se a empresa for classificada como micro e o valor 0 no caso contrário. A segunda assumirá o valor 1 quando a empresa é classificada como pequena empresa e o valor 0 no caso contrário. A análise da relação existente entre a dimensão e o factor propriedade familiar será realizada com a introdução de duas variáveis de interacção entre os dois factores referidos: *micro empresa familiar* e a *pequena empresa familiar*. Estas variáveis assumem o valor 1 quando uma empresa é classificada como familiar e, simultaneamente, micro ou pequena empresa, respectivamente, e o valor zero nos restantes casos.

No mesmo sentido do estudo do efeito da dimensão, também se pretende avaliar se a influência do factor propriedade familiar sobre a decisão de financiamento das empresas é

moderada pelo sector de actividade a que a empresa pertence. Desta forma, serão utilizadas quatro *dummies* representativas dos seguintes sectores de actividade: **indústria**, **construção**, **comércio** e **serviços**. Estas assumirão o valor 1 quando a empresa pertence ao sector em causa, respectivamente. Estes quatro sectores correspondem aos sectores com maior frequência de empresas entre a amostra. Além disso, de forma a avaliar a interacção do sector de actividade com a propriedade familiar, serão inseridas quatro variáveis *dummies* representativas destas interacções. Estas serão calculadas da mesma forma que as variáveis de interacção do factor propriedade com a classe dimensional e que será da seguinte forma: a primeira dummy assume o valor 1 quando a empresa é classificada como familiar e pertence ao sector da indústria, a segunda dummy assume o valor 1 quando a empresa é classificada como familiar e pertence ao sector da construção, a terceira dummy assume o valor 1 quando a empresa é classificada como familiar e pertence ao sector do comércio, por fim, a quarta dummy assume o valor 1 quando a empresa é classificada como familiar e pertence ao sector dos serviços.

IV.4.2. Variáveis de Controlo

Além das variáveis a usar nos testes de hipóteses apresentados no capítulo III, foram introduzidas em todos os modelos seis variáveis de controlo (tabela nº 4.17). O objectivo é controlar os principais factores que decorrem das teorias clássicas da estrutura de capitais, amplamente testados, de forma a apresentar o real impacto das variáveis associadas à comprovação das hipóteses sobre as diferentes fases da decisão de financiamento. Nos modelos do estudo da maturidade foram introduzidas mais quatro variáveis de controlo (peso da dívida, risco e duas proxies para a maturidade do activo) habitualmente consideradas em estudos desta natureza na literatura financeira e, pelas mesmas razões, a variável risco também foi incluída nos modelos de acesso à dívida.

Tabela nº 4.17 – Variáveis Independentes de Controlo

<i>Atributo</i>	<i>Definição</i>	<i>Alguns Autores</i>
Dimensão	<ul style="list-style-type: none"> Logaritmo Natural das Vendas 	Ramalho e Silva, 2009 Antoniou et al, 2006 Barclay et al, 2003
Rendibilidade	<ul style="list-style-type: none"> EBIT (resultados antes de impostos e taxas) sobre o volume de negócios 	Chittenden et al, 1996 Hall et al, 2000
Tangibilidade do Activo	<ul style="list-style-type: none"> Imobilizado Corpóreo sobre o Activo Total 	Cunat, 1999 Ramalho e Silva, 2009
Crescimento	<ul style="list-style-type: none"> Activo n / Activo $n-1$ 	Ramalho e Silva, 2009 Ortiz-Molina e Penas, 2008
Idade	<ul style="list-style-type: none"> Número de Anos desde a Fundação 	Scherr e Hulburt, 2001 Zoppa e Mahon, 2002

		Ramalho e Silva, 2009
Liquidez	<ul style="list-style-type: none"> Disponibilidades sobre Activo Total 	Ramalho e Silva, 2009 Antoniou et al, 2006
Peso da Dívida	<ul style="list-style-type: none"> Dívida Total sobre Activo Total 	Scherr e Hulburt, 2001 García-Teruel e Martínez-Solano, 2009 Jun e Jen, 2003 Aivazian et al, 2005 Antoniou et al, 2006 Stohs e Mauer, 1996 Arslan e Karan, 2006
Maturidade	<ul style="list-style-type: none"> Maturidade do Activo Fixo = Imobilizado Corpóreo / Amortizações do Exercício Maturidade do Activo Total = $p1 * \text{Activos Fixos Líquidos} / \text{amortização anual} + p2 * \text{Dívidas/Vendas} + p3 * \text{Inventário} / \text{Custo das Vendas} + p4$. $p1, p2, p3$ são, respectivamente, o peso dos activos fixos, das dívidas a receber e das existências no activo total. $p4$ é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total. 	Jun e Jen, 2003 Antoniou et al, 2006 Arslan e Karan, 2006 García-Teruel e Martínez-Solano, 2007 e 2009
Risco	$Z=0.717X1+0.847X2+3.107X3+0.420X4+0.998X5$ $X1 = (\text{Activo Corrente} - \text{Passivo Corrente}) / \text{Activo Total}$ $X2 = \text{Lucros Retidos} / \text{Activo Total}$ $X3 = \text{EBIT} / \text{Activo Total}$ $X4 = \text{Capital Próprio} / \text{Passivo Total}$ $X5 = \text{Vendas} / \text{Activo Total}$	Scherr e Hulburt, 2001 Jun e Jen ,2003 Gonzalez, 2009

A separação da amostra nas três classes dimensionais consideradas pode não permitir obter uma total clarificação da forma como o factor dimensão influencia o processo de decisão de financiamento das empresas. Numa dada classe dimensional existem empresas com características muito semelhantes à classe dimensional subsequente ou antecedente. Assim, optou-se por incluir, em todos os modelos, a variável dimensão. Esta condiciona a forma como as empresas acedem às diversas fontes de financiamento. O factor dimensão e o acesso ao mercado apresentam uma estreita relação.

A rendibilidade também pode revelar dois efeitos sobre a dívida. No âmbito da teoria da agência e da assimetria de informação, a rendibilidade pode sinalizar a qualidade da empresa e, desta forma, apresentar uma relação positiva com a dívida. Contudo, no caso da teoria da *pecking order* é esperada uma relação negativa, dado que uma maior rendibilidade significa maior capacidade de utilizar os fundos internos e menor necessidade de dívida.

A capacidade de a empresa apresentar activos com valor colateral (tangibilidade), os quais podem servir como garantia no caso de haver incumprimento das obrigações associadas ao uso de fundos externos, constitui um aspecto relevante por incrementar o acesso ao mercado

financeiro. Desta forma, espera-se que um maior valor de activos tangíveis, logo, maior valor colateral, apresente uma relação positiva com a dívida. A tangibilidade dos activos constitui um factor de acesso ao mercado financeiro dado o valor colateral dos mesmos, em caso de liquidação da empresa (Myers, 1977; Petersen e Rajan, 1995).

O crescimento de uma empresa está associado a maiores necessidades de fundos para financiar o desenvolvimento. O crescimento da empresa tem como consequências, entre outras, o aumento do investimento e este necessita de ser financiado. Segundo a teoria da *pecking order*, os fundos internos serão a principal fonte para o seu financiamento. Na eventualidade destes não serem suficientes para fazer face a essa necessidade, as empresas terão de recorrer a outras fontes de financiamento.

A variável idade pode apresentar dois efeitos, de sinal contrário, sobre a decisão de financiamento. Pode funcionar como atributo da reputação da empresa e desta forma apresentar uma relação positiva com a dívida em diversos aspectos: proporção, acesso e maturidade. Uma maior maturidade da empresa pode significar maior notoriedade e reconhecimento pelo mercado financeiro. Contudo, esta variável também pode significar um histórico de acumulação de fundos, e por isso, menor necessidade de fundos, originando uma relação negativa com a dívida.

Empresas com activo líquidos suficientes não requerem um incremento da dívida, pelo que é de esperar um baixo nível de dívida (Antoniou et al, 2002). Esta situação está relacionada com a teoria da *pecking order*, segundo a qual, os gestores preferem os fundos internos. Assim, procurarão criar reservas líquidas com os resultados retidos para financiar investimentos futuros. No entanto, uma relação positiva entre a liquidez e o nível de dívida pode justificar-se com o argumento de demonstração de capacidade de solver os seus compromissos, por parte das empresas, e aumentar a sua capacidade de endividamento (Manos et al, 2001).

Nos modelos do estudo da maturidade da dívida também foi introduzida a variável peso da dívida total sobre o activo como variável de controlo. Esta permite controlar o enviesamento que pode ocorrer quando a decisão de financiamento e a maturidade são consideradas independentes uma da outra (Stohs e Mauer, 1996; Cuñat, 1999; García-Teruel e Martínez-Solano, 2007). Jun e Jen (2003) adoptaram esta variável como medida adicional da

flexibilidade financeira das empresas. Leland e Toft (1996), Morris (1992) referem a procura de dívida de longo prazo das empresas com maior nível de endividamento de forma a reduzirem o seu risco de falência. Dennis et al (2000) apontam para uma relação negativa entre o nível de endividamento e a maturidade da dívida, dado os custos de agência do subinvestimento puderem ser mitigados com a redução do nível e da maturidade da dívida.

A estrutura dos activos pode também influenciar a maturidade da dívida através de dois efeitos (Cuñat, 1999). O primeiro resulta do facto de uma determinada estrutura de maturidade dos activos poder determinar uma estrutura de rendimentos diferenciada. O segundo resulta da correlação existente entre a maturidade dos investimentos realizados pela empresa e a maturidade dos instrumentos disponíveis para o seu financiamento. Neste caso, o valor colateral dos activos assume a maior relevância.

Os gestores com o intuito de minimizar o risco de liquidez poderão procurar adequar a maturidade dos financiamentos dos activos com o termo dos seus rendimentos. Os problemas de agência entre os proprietários e os credores também poderão ser reduzidos com a adequação da maturidade da dívida com a maturidade dos activos (Myers, 1977). Este aspecto será consistente com a prática usual de adaptar a liquidez dos activos com tempo necessário para solver as dívidas. Este comportamento foi comprovado por Guedes e Oplar (1996), Stohs e Mauer (1996), Danisevská (2002), Barclay et al (2003), Ozkan (2000), Bevan e Danbolt (2002) e Cuñat (1999). Geralmente, tem sido considerado que a distribuição entre a dívida de curto e longo prazo deve corresponder ao período de geração de fluxos de caixa pelos activos financiados (García-Teruel e Martínez-Solano, 2007). A adequação da maturidade dos activos com a maturidade da dívida reduz o risco de liquidez, isto é, que os de fluxos de caixa gerados sejam inferiores às obrigações a liquidar. Mas uma maturidade da dívida superior à dos activos também pode constituir risco, dado haver necessidade de realizar pagamentos após os activos terem cessado a formação de rendimento ou de fluxos de caixa (Heyman et al, 2008). A emissão de dívida com garantia permite mitigar o problema do subinvestimento e os custos da dívida originados pela assimetria de informação (Beattie et al, 2000).

No âmbito do estudo da decisão sobre a maturidade da dívida e do acesso das empresas ao mercado da dívida introduziu-se o factor risco, em função dos aspectos referidos no capítulo II. Assim, para medir este atributo optou-se por calcular o risco de incumprimento através do coeficiente *Z-Score* de Altman para empresas não cotadas. Esta variável avalia a capacidade

de solvência ou de cumprimento das obrigações da empresa. A introdução do factor risco permite clarificar a forma como este atributo influencia o acesso das empresas portuguesas às duas fontes de dívida em análise (bancária e *leasing*). Em simultâneo, permite apresentar de uma forma mais correcta o efeito das variáveis associadas às hipóteses, dado se efectuar o controlo do atributo risco referenciado como um factor relevante.

IV.5. Análise Descritiva das Variáveis

Nesta secção é realizada a análise das empresas da amostra, apresentando algumas estatísticas descritivas (média e desvio padrão) das variáveis utilizadas nos diversos modelos econométricos incluídos neste estudo. Adicionalmente, à semelhança do processo adoptado na secção IV.2.3, apresentam-se os resultados dos testes t e de Mann-Whitney às diferenças de médias, entre as empresas familiares e não familiares, para cada variável. As tabelas nº 4.18 e 4.19 apresentam, respectivamente, as estatísticas descritivas para todas as empresas da amostra e para as diferentes classes dimensionais. A apresentação das estatísticas de cada classe dimensional tem como objectivo permitir uma melhor clarificação das distinções e semelhanças existentes entre as empresas familiares e não familiares. Embora se apresentem também as estatísticas descritivas referentes às variáveis dependentes, dado que estas já foram analisadas na secção IV.2.3, nesta secção apenas se comentam os resultados obtidos para as variáveis explicativas.

Os resultados associados à variável dimensão (logaritmo das vendas) realçam a reduzida dimensão das empresas familiares comparativamente às empresas não familiares da amostra⁴¹. Com efeito, a média do volume de negócios nas micro e pequenas empresas familiares corresponde a cerca de 20% do limite superior do intervalo de classificação da classe dimensional respectiva. Nas empresas não familiares este valor corresponde a cerca de 34% e 40%, nas micros e pequenas empresas, respectivamente. Este aspecto pode ser determinante para a decisão de financiamento dada a dificuldade das empresas de menor dimensão no acesso ao mercado financeiro.

A tabela nº 4.18 apresenta uma maior rendibilidade das empresas familiares comparativamente às empresas não familiares. Contudo, este resultado é determinado pelo comportamento de cada classe dimensional, como mostram os resultados da tabela nº 4.19.

⁴¹ Empresas Familiares: Média do Volume de Negócios: 418 (micro), 2.152 (pequenas) e 11.800 (média / grandes). Empresas não Familiares: Média do Volume de Negócios: 687 (micro), 4.201 (pequenas) e 80.000 (média / grandes) (valores em 10³ €).

Na verdade, apenas as micro empresas familiares apresentam uma performance económica superior às suas congéneres não familiares, pois nas outras duas dimensões ocorre uma melhor performance das empresas não familiares. De registar também que, enquanto no caso das empresas familiares se observa uma relação negativa entre a rendibilidade e a dimensão, nas empresas não familiares as duas classes de maior dimensão apresentam uma rendibilidade superior ao grupo das micro empresas. Esta performance ao nível da rendibilidade determina o nível de fluxos de caixa gerados e pode influenciar a decisão de financiamento das empresas.

Tabela nº 4.18 – Estatísticas Descritivas das Variáveis⁴²

Proporção da dívida total = dívida total / activo total, Proporção do passivo total = passivo total / activo total, Estrutura da dívida bancária = dívida bancária de MLP / dívida bancária total, Estrutura do leasing = leasing de MLP / leasing total, Dimensão = logaritmo natural do volume de negócios, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1 total, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Maturidade do activo fixo = imobilizado corpóreo sobre as amortizações do exercício, Maturidade do activo total = p1 * activos fixos líquidos / amortização anual + p2*dívidas / vendas + p3* inventário / custo das vendas + p4. p1, p2 e p3 são, respectivamente, o peso dos activos fixos líquidos, das dívidas a receber e das existências no activo total. p4 é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total, Risco = coeficiente z de Altman para empresas não cotadas. μ - média e σ - desvio padrão. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%

Variáveis Independentes	Não Familiares		Familiares		Testes	
	μ	σ	μ	σ	Teste t	Teste Mann-Whitney
Proporção da Dívida Total	0.531	0.239	0.555	0.247	-6.041***	-7.005***
Proporção do Passivo Total	0.592	0.231	0.589	0.242	0.700	-0.396
Estrutura da Dívida Bancária ^a	0.334	0.392	0.294	0.41	4.837***	7.542***
Estrutura do Leasing ^b	0.300	0.373	0.259	0.399	5.044***	8.186***
Proporção da Dívida Bancária de MLP ^c	0.178	0.157	0.183	0.150	-1.241	-2.040**
Dimensão	14.998	2.004	13.094	1.531	70.941***	58.276***
Rendibilidade	0.044	1.900	0.094	3.368	-0.961	4.229***
Tangibilidade do Activo	0.246	0.231	0.234	0.212	3.179***	0.557
Taxa de Crescimento	0.119	0.448	0.105	0.361	2.371***	2.418**
Idade	22.070	15.698	17.764	11.718	20.834***	16.609***
Liquidez	0.104	0.163	0.164	0.206	-18.091***	-24.761***
Maturidade do Activo Fixo	7.537	18.868	6.735	17.396	2.742***	6.656***
Maturidade do Activo Total	7.993	42.263	7.474	41.743	0.748	4.314***
Risco	4.022	72.229	3.342	38.717	0.889	-2.204**

⁴² a e b – os valores das medidas descritivas das empresas da amostra com dívida bancária e de leasing, respectivamente. c – os valores das medidas descritivas corresponde apenas às empresas que utilizam dívida bancária de MLP.

Tabela nº 4.19 – Estatísticas Descritivas das Variáveis por Classe Dimensional

Proporção da dívida total = dívida total / activo total, Proporção do passivo total = passivo total / activo total, Estrutura da dívida bancária = dívida bancária de MLP / dívida bancária total, Estrutura do leasing = leasing de MLP / leasing total, Dimensão = logaritmo natural do volume de negócios, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1 total, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Maturidade do activo fixo = imobilizado corpóreo sobre as amortizações do exercício, Maturidade do activo total = $p1 * \text{activos fixos líquidos} / \text{amortização anual} + p2 * \text{dívidas} / \text{vendas} + p3 * \text{inventário} / \text{custo das vendas} + p4$. p1, p2 e p3 são, respectivamente, o peso dos activos fixos líquidos, das dívidas a receber e das existências no activo total. p4 é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total. Risco = coeficiente z de Altman para empresas não cotadas. μ - média e σ - desvio padrão.

Variáveis Independentes	Micro				Pequenas				Médias / Grandes			
	Não Familiares		Familiares		Não Familiares		Familiares		Não Familiares		Familiares	
	μ	σ	μ	σ	μ	σ	μ	σ	μ	σ	μ	σ
Proporção da Dívida Total	0.500	0.269	0.525	0.266	0.545	0.237	0.603	0.208	0.536	0.216	0.596	0.189
Proporção do Passivo Total	0.536	0.265	0.554	0.262	0.602	0.225	0.644	0.198	0.619	0.205	0.651	0.181
Estrutura da Dívida Bancária ^a	0.277	0.415	0.254	0.408	0.325	0.397	0.328	0.414	0.369	0.374	0.377	0.377
Estrutura do Leasing ^b	0.235	0.380	0.204	0.382	0.322	0.386	0.299	0.411	0.301	0.357	0.387	0.387
Proporção da Dívida Bancária MLP ^c	0.233	0.192	0.196	0.163	0.183	0.154	0.181	0.144	0.160	0.146	0.154	0.119
Dimensão	12.659	1.332	12.294	1.167	14.801	0.999	14.104	0.982	16.751	1.339	15.728	1.011
Rendibilidade	-0.028	3.796	0.119	4.307	0.070	0.154	0.056	0.215	0.065	0.194	0.051	0.060
Tangibilidade do Activo	0.211	0.245	0.218	0.220	0.242	0.227	0.256	0.197	0.272	0.221	0.285	0.184
Taxa de Crescimento	0.121	0.638	0.097	0.359	0.113	0.310	0.116	0.382	0.125	0.410	0.119	0.241
Idade	17.465	12.780	16.063	10.873	20.430	13.334	19.537	11.908	26.783	18.223	25.490	14.267
Liquidez	0.173	0.219	0.202	0.231	0.092	0.145	0.108	0.145	0.070	0.114	0.075	0.108
Maturidade do Activo Fixo	8.118	18.082	6.737	20.157	7.727	24.064	6.753	12.579	6.962	12.245	6.602	6.222
Maturidade do Activo Total	12.123	60.300	7.665	44.111	7.227	37.503	7.576	39.915	5.964	30.436	4.918	21.562
Risco	8.357	140.386	4.126	49.554	3.008	29.211	2.129	1.423	2.172	1.745	2.053	1.097

Os resultados revelam uma relação positiva entre a dimensão e a tangibilidade dos activos e um maior nível deste tipo de activos nas empresas familiares comparativamente às empresas não familiares, em todas as dimensões. No entanto, mais uma vez, quando se consideram todas as empresas, esta situação inverte-se devido à menor dimensão média das empresas familiares. Como explicado anteriormente, é de esperar um maior acesso ao endividamento pelas empresas de maior dimensão dado o valor colateral associado a este tipo de activos.

As empresas familiares da amostra revelam uma taxa de crescimento média do seu activo de 10.5%. Esta taxa é inferior aos 11.9% apresentados pelas empresas não familiares. Esta diferença entre os dois tipos de empresas é mais acentuada no caso das micro empresas, dado as diferenças nas dimensões seguintes não serem relevantes. As micro empresas familiares revelam um menor desempenho neste aspecto, dado apenas crescerem cerca de 9% face aos 11%/12% apresentados pelas restantes classes dimensionais das empresas familiares. No caso das empresas não familiares, as taxas de crescimento das várias classes dimensionais são relativamente homogéneas. Assim, importa clarificar se o menor crescimento das micro empresas familiares resulta de uma mais forte restrição no acesso aos fundos externos e se este condicionamento é imposto pelo mercado financeiro ou pelos responsáveis das empresas.

Os resultados comprovam a maior maturidade das empresas não familiares comparativamente às empresas familiares. As primeiras revelam uma média de idades na ordem dos 22 anos, enquanto que, as segundas registam uma média de idade de 18 anos. Desta forma, predominam as empresas de 1ª geração. A média de idades de cada classe dimensional apresenta a evolução natural do ciclo de vida das empresas. É observado um incremento médio da maturidade entre as classes dimensionais, mantendo-se sempre a maior maturidade das empresas não familiares. Como explicado na secção anterior, o factor idade pode ser um determinante relevante para a estrutura financeira das empresas, podendo justificar eventuais diferenças dos níveis de endividamento das empresas entre os diferentes estudos.

Como mostra a tabela nº 4.19, existe uma relação negativa entre o nível de disponibilidades (liquidez) e a dimensão. As micro empresas revelam níveis significativamente mais elevados (20%) comparativamente às pequenas (com 11%) e médias / grandes (8%). Este aspecto também pode justificar o nível de endividamento em cada classe dimensional. Adicionalmente, as empresas familiares apresentam uma maior proporção das disponibilidades no seu activo comparativamente às empresas não familiares. Esta característica está de acordo

com os argumentos apresentados no capítulo II, onde se salientou o facto da literatura financeira considerar a manutenção de um elevado nível de liquidez um comportamento típico das empresas familiares.

O activo fixo das empresas familiares, particularmente, o imobilizado corpóreo, revela uma maturidade média de 6.7 anos. As empresas não familiares registam uma maturidade na ordem dos 7.5 anos. Apenas no caso das empresas não familiares parece existir relação negativa entre a maturidade destes activos e a dimensão das empresas. O facto das empresas de maior dimensão se encontrarem no sector industrial e deterem maior volume de activos específicos, pode determinar um processo mais rápido de amortizações (tabela nº 4.3).

Quando se avalia a maturidade de todo o activo, torna-se mais evidente a relação negativa entre a dimensão e a maturidade. Esta maior maturidade do activo deveria permitir às empresas de menores dimensões apresentarem maior volume de fundos de longo prazo na sua estrutura de capitais. Embora isto ocorra realmente para as empresas que utilizam dívida de longo prazo, como se discutiu anteriormente, são também as empresas de menor dimensão a apresentarem maior frequência de rácios nulos da dívida de longo prazo.

A análise da variável de medição do risco das empresas, contrariamente ao esperado, revela uma relação negativa da dimensão com a classificação de risco (*Z score* de Altman). As micro empresas familiares revelam um valor médio do *Z Score* de 4.126. Este valor classifica estas empresas na zona segura ($> 2,99$). As pequenas e as médias / grandes com um valor médio de 2.129 e 2.053, respectivamente, encontram-se na denominada zona cinzenta ($1,23 < z < 2,99$).

As empresas não familiares apresentam um menor nível de risco comparativamente às empresas familiares. As micro e as pequenas empresas estão ambas classificadas na zona segura. As médias/grandes empresas não familiares estão posicionadas na zona cinzenta. Estes resultados podem ser uma consequência da maior aversão ao risco financeiro das empresas de menor dimensão, impondo um comportamento mais conservador a este tipo de empresas.

A tabela nº 4.20 permite realizar a análise descritiva da amostra separadamente para as empresas que utilizam dívida bancária e para as que não utilizam. Os resultados sugerem alguns indícios de uma maior dimensão das empresas com dívida bancária. As empresas com

dívida bancária tendem também a apresentar maior rendibilidade do volume de negócios. Segundo a teoria da *pecking order*, seria de esperar um comportamento contrário, com as empresas com maior rendibilidade a recorrer menos à dívida bancária dada a sua capacidade para gerar fundos. A separação da amostra com base no uso da dívida bancária mantém o resultado obtido na tabela nº 4.18, de serem as empresas familiares a terem maiores níveis de rendibilidade.

Tabela nº 4.20 – Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes e a Dívida Bancária

Dimensão = logaritmo natural do volume de negócios, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1 total, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Maturidade do activo fixo = imobilizado corpóreo sobre as amortizações do exercício, Maturidade do activo total = $p1 * \text{activos fixos líquidos} / \text{amortização anual} + p2 * \text{dívidas} / \text{vendas} + p3 * \text{inventário} / \text{custo das vendas} + p4$. p1, p2 e p3 são, respectivamente, o peso dos activos fixos líquidos, das dívidas a receber e das existências no activo total. p4 é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total. Risco = coeficiente z de Altman para empresas não cotadas. μ - média e σ - desvio padrão. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%

Variáveis Independentes	Não Familiares						Familiares					
	Sem Banca		Com Banca		Testes		Sem Banca		Com Banca		Testes	
	μ	σ	μ	σ	Teste t	Teste Mann-Whitney	μ	σ	μ	σ	Teste t	Teste Mann-Whitney
Dimensão	14.515	2.203	15.246	1.845	-11.628***	-10.647***	12.380	1.452	13.520	1.414	-56.537***	-53.753***
Rendibilidade	-0.025	3.208	0.079	0.410	-1.725**	3.106***	0.061	0.475	0.114	4.241	-1.124	0.491
Tangibilidade do Activo	0.200	0.226	0.269	0.230	-9.604***	-12.400***	0.208	0.213	0.250	0.209	-14.360***	-19.644***
Taxa de Crescimento	0.097	0.555	0.131	0.381	-2.398***	-3.783***	0.087	0.383	0.115	0.347	-5.622***	-8.114***
Idade	21.138	15.093	22.549	15.982	-2.827***	-3.371***	17.876	12.257	17.698	11.384	1.078	-2.218**
Liquidez	0.192	0.215	0.059	0.101	27.875***	26.172***	0.263	0.247	0.104	0.148	58.850***	56.992***
Maturidade do Activo Fixo	5.797	15.350	8.436	20.380	-4.399***	-16.442***	5.688	16.829	7.361	17.698	-6.807***	-30.317***
Maturidade do Activo Total	6.145	37.542	8.948	44.481	-2.081**	-15.986***	5.761	36.166	8.500	44.721	-4.641***	-33.104***
Risco	8.139	123.858	1.911	4.071	2.708***	27.728***	5.726	63.340	1.927	1.409	6.943***	51.459***

A existência de aplicações de longo prazo parece estar relacionada com a utilização de dívida bancária, pois as empresas que recorrem a esta fonte apresentam maiores níveis de activos tangíveis, provavelmente porque o valor colateral destes activos poderá promover o acesso ao crédito bancário. As empresas com dívida bancária apresentam também maiores taxas de crescimento. Uma maior taxa de crescimento pode significar maiores necessidades de fundos e, desta forma, levar as empresas a recorrer ao financiamento bancário.

Os resultados obtidos permitem observar uma média de idades muito semelhante entre as empresas utilizadoras da dívida bancária e não utilizadoras desta fonte e, nestas empresas, entre as familiares e não familiares (eventualmente, as empresas não familiares com dívida bancária tendem a apresentar uma maior maturidade). Desta forma, a variável idade parece

não se apresentar como factor determinante do uso da dívida bancária. Analisando a variável liquidez, observam-se elevados níveis de meios monetários nas empresas sem dívida bancária comparativamente às empresas com dívida bancária. Estes resultados parecem comprovar os argumentos da teoria da *pecking order* e a preocupação das empresas familiares com a manutenção de liquidez conforme referido no capítulo II. Estes factos estão consubstanciados na literatura financeira e reflectem dois aspectos: uma maior liquidez significa, naturalmente, uma menor necessidade de fundos externos; e a propensão das empresas familiares para a manutenção de uma elevada liquidez de forma a diminuir o risco financeiro.

Naturalmente, também se verifica serem as empresas com maior maturidade dos seus activos a recorrer mais à dívida bancária. O valor colateral associado a estes elementos pode ter servido como facilitador destas empresas no acesso ao crédito junto das instituições financeiras. Outro aspecto relevante dos resultados é o facto das empresas com dívida bancária nula revelarem maiores níveis de risco comparativamente às empresas que usam esta fonte. Este aspecto comprova que elevado nível de risco condiciona o acesso a esta fonte, podendo residir neste facto a explicação dos rácios nulos da dívida.

A tabela nº 4.21 apresenta a análise descritiva das empresas sem e com dívida bancária por classe dimensional. Não se observam grandes diferenças na dimensão das empresas, em cada classe dimensional, entre as utilizadoras de dívida bancária comparativamente às não utilizadoras. As micro empresas utilizadoras de dívida bancária apresentam uma maior rendibilidade e, nestas, as empresas familiares possuem melhor desempenho. No entanto, este comportamento altera-se nas outras duas classes dimensionais. As empresas sem dívida bancária tendem a apresentar maior rendibilidade e as empresas não familiares a possuir melhor desempenho.

As empresas com dívida bancária possuem maiores níveis de activos tangíveis e esta diferença aumenta com o incremento da classe dimensional. Em todas as dimensões, as empresas com dívida bancária apresentam maiores taxas de crescimento, exceptuando as médias/grandes empresas familiares. Este resultado parece indiciar a importância do financiamento bancário para o crescimento das empresas. Nas empresas que utilizam dívida bancária são as empresas não familiares a apresentar maiores taxas de crescimento mas, entre as empresas sem dívida bancária, ocorre a situação oposta, no caso das pequenas e médias/empresas.

Tabela nº 4.21 – Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes, a Classe Dimensional e o Uso da Dívida Bancária

Dimensão = logaritmo natural do volume de negócios, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1 total, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Maturidade do activo fixo = imobilizado corpóreo sobre as amortizações do exercício, Maturidade do activo total = $p1 * \text{activos fixos líquidos} / \text{amortização anual} + p2 * \text{dívidas} / \text{vendas} + p3 * \text{inventário} / \text{custo das vendas} + p4$. p1, p2 e p3 são, respectivamente, o peso dos activos fixos líquidos, das dívidas a receber e das existências no activo total. p4 é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total. Risco = coeficiente z de Altman para empresas não cotadas. μ - média e σ - desvio padrão.

Variáveis Independentes	Micro				Pequenas				Médias / Grandes			
	Não Familiares		Familiares		Não Familiares		Familiares		Não Familiares		Familiares	
	μ	σ	μ	σ	μ	σ	μ	σ	μ	σ	μ	σ
Empresas sem Dívida Bancária												
Dimensão	12.414	1.451	11.919	1.158	14.746	1.048	13.853	1.054	16.841	1.354	15.632	1.213
Rendibilidade	-0.220	5.335	0.062	0.537	0.080	0.173	0.055	0.072	0.090	0.320	0.067	0.084
Tangibilidade do Activo	0.190	0.249	0.202	0.219	0.195	0.216	0.229	0.195	0.218	0.204	0.223	0.169
Taxa de Crescimento	0.106	0.763	0.082	0.349	0.074	0.261	0.100	0.503	0.114	0.508	0.123	0.270
Idade	18.468	13.414	16.996	11.839	20.767	13.860	20.523	13.059	24.894	17.552	25.730	13.419
Liquidez	0.245	0.252	0.280	0.259	0.179	0.201	0.203	0.193	0.142	0.161	0.208	0.166
Maturidade do Activo Fixo	7.117	17.815	5.713	17.329	4.680	5.802	5.711	15.620	5.512	19.374	4.478	2.965
Maturidade do Activo Total	11.076	58.031	5.730	36.611	2.839	11.183	6.027	35.264	4.040	22.293	4.281	26.407
Risco	14.827	200.351	6.488	71.763	5.449	51.969	3.030	1.940	3.147	2.166	3.242	1.406
Empresas com Dívida Bancária												
Dimensão	12.895	1.160	12.637	1.065	14.826	0.975	14.178	0.947	16.718	1.333	15.742	0.979
Rendibilidade	0.158	0.893	0.171	5.937	0.066	0.145	0.057	0.241	0.056	0.120	0.049	0.055
Tangibilidade do Activo	0.231	0.240	0.232	0.220	0.264	0.229	0.264	0.197	0.292	0.223	0.294	0.185
Taxa de Crescimento	0.135	0.488	0.111	0.369	0.131	0.329	0.121	0.338	0.129	0.369	0.118	0.236
Idade	16.496	12.069	15.211	9.832	20.276	13.088	19.248	11.535	27.458	18.417	25.456	14.392
Liquidez	0.104	0.153	0.131	0.173	0.052	0.084	0.080	0.113	0.044	0.077	0.056	0.081
Maturidade do Activo Fixo	9.085	18.301	7.677	22.400	9.139	28.740	7.059	11.520	7.481	8.260	6.912	6.506
Maturidade do Activo Total	13.312	62.449	9.441	49.949	9.262	44.589	8.030	41.171	6.655	32.852	5.011	20.777
Risco	2.155	8.839	1.984	1.667	1.887	1.405	1.865	1.100	1.823	1.412	1.880	0.926

As empresas sem dívida bancária pertencentes às classes de menor dimensão tendem a apresentar uma maturidade ligeiramente superior às suas congéneres que utilizam dívida (principalmente no caso das micro empresas). Por outro lado, os níveis de liquidez apresentam uma relação negativa com a classe dimensional.

Entre as diferentes classes dimensionais, verifica-se serem as empresas detentoras de dívida bancária aquelas que apresentam uma maior maturidade do activo fixo e total; e, serem as micro empresas as que apresentam uma maior maturidade dos seus activos em ambas as situações. Também para ambos os tipos de empresas (utilizadoras e não utilizadoras de dívida bancária), verifica-se uma relação negativa entre a maturidade dos activos fixos e as classes dimensionais; e, observa-se que as micro e as pequenas empresas não familiares apresentam menor risco comparativamente às suas congéneres familiares.

IV.6. Resumo

Neste capítulo tornou-se clara a menor dimensão das empresas de propriedade familiar constantes na amostra comparativamente às empresas não familiares. Com efeito, as micro e as pequenas empresas predominam na amostra das empresas familiares, enquanto que nas empresas não familiares, observa-se uma maior distribuição das empresas entre as três classes dimensionais. Em ambos os tipos de empresas, o sector do comércio é predominante, seguindo-se a indústria. As empresas de maior dimensão revelam uma maior frequência na indústria, as micro empresas predominam no comércio e as pequenas empresas repartem-se, principalmente, por estes dois sectores.

A comparação entre as empresas familiares e não familiares não revelou diferenças significativas, em termos gerais, ao nível do endividamento. No entanto, estas diferenças tornam-se relevantes quando se introduz o factor classe dimensional. Neste caso, apresenta-se o maior nível de endividamento das empresas familiares em todas as dimensões. Os resultados mostram ainda um menor endividamento das micro empresas comparativamente às outras duas dimensões, as quais possuem níveis de dívida semelhantes. Assim, os resultados mostram uma relação positiva entre a dimensão e a proporção da dívida de longo prazo.

As empresas familiares e não familiares apresentam diferenças ao nível das fontes de financiamento e respectiva maturidade. A dívida bancária assume um papel relevante no processo de decisão de financiamento de ambos os tipos de empresas. As empresas não

familiares tendem a apresentar uma maior proporção de dívida de longo prazo desta fonte comparativamente às empresas familiares. A segunda fonte mais relevante é o financiamento junto dos sócios, seguindo-se o *leasing*. Nestas duas fontes, são as empresas familiares a apresentar maiores níveis de dívida. Na amostra, observa-se uma relação positiva entre a proporção da dívida bancária e as classes dimensionais e uma relação negativa no caso do financiamento dos sócios e do *leasing*.

Um aspecto relevante dos resultados anteriores é o elevado número de valores nulos da dívida financeira como a bancária e *leasing*. Para ambos os tipos de empresas, existe uma relação negativa entre a frequência de rácios nulos e a classe dimensional. Estes rácios nulos influenciam o valor médio da proporção das respectivas fontes, bem como a análise dos resultados. Por exemplo, incluindo os zeros, as empresas não familiares apresentam maior proporção da dívida bancária de longo prazo. Contudo, eliminando as empresas com rácios nulos, são as empresas familiares a apresentar uma maior proporção desta fonte.

Neste trabalho adoptaram-se quatro modelos econométricos para o estudo das quatro fases da decisão de financiamento: (i) o modelo de regressão para dados fraccionários para avaliar a influência da propriedade familiar sobre a decisão da estrutura de capitais e da maturidade da dívida financeira; (ii) o modelo multinomial para estudar a influência da propriedade familiar sobre a escolha das fontes de dívida e da sua maturidade; (iii) o modelo de regressão a duas partes para dados fraccionários para estudar a influência do factor propriedade familiar sobre a decisão de usar e que proporção usar da dívida de longo prazo; e (iv) o modelo probit bivariado de observabilidade parcial para analisar a forma como os atributos das empresas influenciam o uso da dívida (lado da procura) e da concessão dessa dívida (lado da oferta).

Em termos dos seus atributos, as empresas familiares da amostra revelam, comparativamente às empresas não familiares, uma menor maturidade, dimensão, tangibilidade do activo, taxa de crescimento, *rating* de risco e maturidade do activo fixo. Por sua vez, as primeiras apresentam uma maior rendibilidade, liquidez e maturidade do activo total. A introdução do factor classe dimensional apresenta-se relevante na relação com os atributos das empresas dos dois tipos. No caso da rendibilidade, o melhor desempenho das empresas familiares deve-se às micro empresas porque nas outras duas dimensões são as empresas não familiares a apresentarem uma maior rendibilidade. Observa-se um incremento da tangibilidade do activo com a dimensão e as empresas familiares tendem a ter maior proporção destes activos. Os

resultados revelam uma relação positiva da taxa de crescimento com a classe dimensional nas empresas familiares. Os resultados comprovam a elevada liquidez das empresas familiares. Existe uma relação negativa do *rating* de risco com o factor classe dimensional. As empresas familiares apresentam uma relação negativa da maturidade do activo com a classe dimensional.

A dimensão e maturidade dos activos parecem determinar o uso da dívida bancária. As empresas com dívida bancária revelam maiores níveis destes atributos. Além disso, as empresas com maiores taxas de crescimento tendem a recorrer mais à dívida bancária. Desta forma, as empresas com menores taxas de crescimento recorrem menos a este tipo de fonte, importando identificar as razões para este comportamento. As empresas que conseguem apresentar maiores níveis de meios monetários não recorrem à dívida bancária e o nível de risco condiciona significativamente o acesso à dívida bancária.

CAPÍTULO V – ESTIMAÇÃO DOS MODELOS E ANÁLISE DOS RESULTADOS

V.1. Introdução

A concretização dos objectivos desta tese passa pelo teste das hipóteses apresentadas no capítulo III, através da estimação dos modelos econométricos referenciados no capítulo IV. Desta forma, neste capítulo é realizada a apresentação dos resultados obtidos com a estimação dos modelos formulados para cada uma das quatro fases do processo de financiamento das empresas.

Assim, este capítulo encontra-se estruturado em seis secções incluindo esta introdução. Na segunda secção apresentam-se os resultados e a análise dos modelos estimados para avaliar o impacto do factor propriedade familiar no processo de decisão sobre a estrutura de capitais das empresas. Na terceira secção apresentam-se os resultados dos modelos estimados no âmbito do estudo da forma como o factor propriedade familiar influencia a decisão de escolha das diferentes fontes de financiamento. Na quarta secção apresentam-se os resultados estimados para estudar a forma como o factor propriedade familiar determina a maturidade da estrutura da dívida. Na quinta secção apresentam-se os modelos estimados para avaliar a forma como a propriedade familiar determina o acesso à dívida. Por fim, apresenta-se um resumo do capítulo onde se sintetizam os principais resultados do estudo das quatro fases do processo de financiamento das empresas.

V.2. Impacto do Controlo Familiar sobre a Decisão de Estrutura de Capitais

O objectivo desta secção é descrever a forma como o factor propriedade familiar e a sua interacção com a classe dimensional e a indústria influenciam a decisão sobre a estrutura de capitais das empresas. Na concretização deste objectivo foi usado o modelo da regressão para dados fraccionais especificado na equação (4.1). A variável dependente adoptada para representação da decisão de financiamento das empresas é o peso da dívida total em relação ao valor do activo total, isto é, procura-se apresentar a decisão entre a escolha dos capitais próprios, capitais alheios ou uma combinação de ambas as fontes de financiamento. De forma, a testar as hipóteses, optou-se por estimar um conjunto sequencial de modelos. Em cada modelo foi acrescentado o atributo associado ao teste de uma dada hipótese, de forma a investigar a correcta influência do atributo em estudo. As variáveis explicativas introduzidas em cada um dos modelos foram as seguintes:

- Em todos os modelos, uma variável *dummy* representativa da propriedade familiar como variável principal, dadas as hipóteses formuladas no capítulo III, e um conjunto de seis

variáveis de controlo (dimensão, rendibilidade, tangibilidade do activo, taxa de crescimento, idade e liquidez). Estas variáveis de controlo procuram apresentar os contributos das teorias clássicas da estrutura de capitais e validar os resultados deste estudo pelo confronto com os resultados obtidos em outros estudos empíricos.

- Nos modelos associados ao estudo da influência da classe dimensional sobre a forma como a propriedade familiar determina a estrutura de capitais foram introduzidas duas *dummies* de interacção entre a propriedade familiar e a classe dimensional que assumem o valor um quando as empresas da amostra são classificadas como micro ou pequenas e, simultaneamente, são de propriedade familiar, respectivamente. Nos modelos também se introduziram as duas *dummies* associadas às micro e pequenas empresas como variáveis de controlo.
- Nos modelos associados ao estudo da influência do sector de actividade sobre a forma como a propriedade familiar determina a estrutura de capitais procedeu-se à introdução de quatro *dummies* de interacção entre os dois factores e representativas dos quatro sectores de actividade. Estas assumem o valor um quando uma empresa pertence ao sector da indústria, construção, comércio, serviços e, simultaneamente, são de propriedade familiar, respectivamente. Estes são os sectores mais relevantes da amostra. À semelhança do estudo do efeito do factor dimensão, também se incluem nos modelos as *dummies* associadas a cada sector de actividade como variáveis de controlo.

Em função da problemática associada aos acréscimos e diferimentos, optou-se por repetir todos os modelos anteriores para a variável dependente passivo total de forma a verificar a robustez dos resultados obtidos.

Os resultados da estimação dos modelos encontram-se apresentados nas tabelas nº 5.1 e 5.2⁴³. Estes comprovam que o factor propriedade familiar é relevante na determinação da decisão de estrutura de capitais dado esta variável se ter apresentado estatisticamente significativa em todos os modelos. O sinal positivo da relação significa que, assumindo que as características ao nível dos atributos de controlo são idênticos, as empresas de propriedade familiar apresentam maiores níveis de dívida total do que as empresas não familiares.

⁴³ A tabela 5.1 refere-se à utilização da variável dependente dívida a terceiros sobre o activo total, não incluindo a rubrica dos acréscimos e diferimentos. A tabela 5.2 refere-se à utilização da variável dependente passivo total sobre o activo total, a qual considera a rubrica dos acréscimos e diferimentos.

Tabela nº 5.1 – Modelos de Regressão para Dados Fraccionários – Dívida Total

Variável Dependente: Dívida total = dívida total / activo total, Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural do volume de negócios, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do Activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Propriedade Familiar	0.358 21.440***	0.323 19.170***	0.388 13.160***	0.274 16.320***	0.329 4.490***
Dimensão	0.092 23.010***	0.134 24.360***	0.136 24.610***	0.068 17.100***	0.068 16.920***
Rendibilidade	0.009 2.680***	0.009 2.860***	0.009 2.780***	0.009 2.300**	0.010 2.290**
Tangibilidade do Activo	-0.208 -7.480***	-0.165 -5.870***	-0.164 -5.840***	0.063 2.070**	0.072 2.370***
Taxa de Crescimento	0.468 13.100***	0.466 13.040***	0.465 13.030***	0.487 13.490***	0.489 13.520***
Idade	-0.014 -27.710***	-0.013 -25.860***	-0.013 -25.870***	-0.014 -27.230***	-0.014 -27.090***
Liquidez	-2.318 -64.170***	-2.320 -64.050***	-2.315 -63.950***	-2.160 -59.150***	-2.152 -58.940***
Micro		0.369 14.080***	0.504 11.770***		
Pequenas		0.273 13.380***	0.266 8.330***		
Proprie. Fam. * Micro			-0.174 -4.010***		
Proprie. Fam. * Pequenas			-0.018 -0.470		
Indústria				0.205 7.070***	0.145 2.020**
Construção				0.445 14.070***	0.526 6.530***
Comércio				0.382 13.170***	0.450 6.230***
Serviços				-0.027 -0.920	0.135 1.820*
Prop. Fam. * Indústria					0.084 1.080
Prop. Fam. * Construção					-0.090 -1.050
Prop. Fam. * Comércio					-0.077 -1.000
Prop. Fam. * Serviços					-0.200 -2.490**
Constante	-0.074 -1.930**	-0.644 -10.950***	-0.688 11.310***	-0.189 -4.140***	-0.240 -3.160***
Teste RESET	1.087	1.058	1.312	1.507	1.861
Pseudo R2	27.54%	28.04%	28.10%	29.80%	29.94%

Tabela nº 5.2 – Modelos de Regressão para Dados Fraccionários – Passivo Total

Variável Dependente: Passivo total = (dívida total + acréscimos e diferimentos) / activo total, Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural do volume de negócios, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do Activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Propriedade Familiar	0.273 16.520***	0.249 14.910***	0.266 8.970***	0.207 12.440***	0.339 4.720***
Dimensão	0.112 27.920***	0.131 23.620***	0.132 23.760***	0.094 23.360***	0.093 23.070***
Rendibilidade	0.008 2.520**	0.009 2.610***	0.009 2.560***	0.009 2.120**	0.009 2.080**
Tangibilidade do Activo	-0.109 -3.930***	-0.089 -3.180***	-0.089 -3.170***	0.105 3.450***	0.117 3.850***
Taxa de Crescimento	0.497 15.250***	0.496 15.210***	0.496 15.210***	0.511 15.580***	0.513 15.630***
Idade	-0.014 -28.350***	-0.014 -27.190***	-0.014 -27.200***	-0.014 -27.660***	-0.014 -27.530***
Liquidez	-2.162 -62.680***	-2.156 -62.390***	-2.154 -62.330***	-2.030 -57.950***	-2.021 -57.730***
Micro		0.192 7.310***	0.273 6.490***		
Pequenas		0.173 8.450***	0.141 4.490***		
Proprie. Fam. * Micro			-0.093 -2.150**		
Proprie. Fam. * Pequenas			0.034 0.910		
Indústria				0.139 4.910***	0.125 1.780*
Construção				0.382 12.320***	0.566 7.200***
Comércio				0.256 9.040***	0.375 5.290***
Serviços				-0.045 -1.550	0.229 3.160***
Prop. Fam. * Indústria					0.034 0.450
Prop. Fam. * Construção					-0.209 -2.490***
Prop. Fam. * Comércio					-0.136 -1.790***
Prop. Fam. * Serviços					-0.334 -4.250***
Constante	-0.011 -0.300	-0.294 -5.000***	-0.310 -5.120***	-0.087 -1.930*	-0.203 -2.730***
Teste RESET	2.059	1.970	2.261	2.836*	3.322*
Pseudo R2	28.12%	28.28%	28.31%	29.58%	29.83%

Estes resultados associados ao factor propriedade familiar contradizem a corrente da literatura financeira defensora de um menor nível de endividamento das empresas familiares comparativamente às suas congéneres não familiares em função de uma maior aversão dos responsáveis destas empresas em relação à emissão de dívida. Nesta corrente, o menor endividamento das empresas familiares é justificado com diversos argumentos, tais como, uma posição mais conservadora dos seus responsáveis, uma preocupação com a passagem da empresa às gerações seguintes, uma maior aversão ao risco financeiro e à perda de controlo. Contudo, os resultados obtidos comprovam as evidências da corrente que sugere um nível de endividamento das empresas familiares semelhante ou superior ao das restantes empresas. Nesta corrente, o maior endividamento das empresas familiares pode ser justificado com a maturidade e a atitude dos responsáveis das empresas familiares perante a dívida. Uma menor maturidade pode significar um menor histórico de acumulação de fundos internos e, desta forma, maior necessidade de dívida. Diversos autores enquadrados nesta corrente indicam uma atitude proactiva para o uso da dívida pelos responsáveis das empresas familiares. Desta forma, estes autores contrariam a corrente que defende a existência de uma maior aversão à dívida nas empresas familiares.

Os resultados também comprovam a classe dimensional como factor relevante do processo de financiamento das empresas. Com efeito, as duas *dummies* associadas às classes de menor dimensão apresentam-se estatisticamente significativas, sendo positivo o sinal da relação. Os resultados obtidos implicam que, entre as empresas com os mesmos valores ao nível dos atributos ou características de controlo presentes nestes modelos, as empresas pertencentes às classes de menor dimensão (micro e pequenas) tendem a apresentar um maior nível de endividamento. Os resultados revelam ainda que, no caso das micro empresas, as que são de propriedade familiar tendem a usar menos dívida, o que permite comprovar a hipótese da influência da propriedade familiar sobre a estrutura de capitais depender da classe dimensional a que a empresa pertence.

Os resultados dos modelos 4 e 5 comprovam que o sector de actividade é um factor relevante da determinação da decisão de estrutura de capitais. A maioria das *dummies* sectoriais utilizadas revelam-se significativas em ambos os modelos, revelando que as empresas ligadas ao sector da indústria, construção e comércio tendem a apresentar mais elevados níveis de endividamento comparativamente às empresas ligadas aos sectores da agricultura, pescas, alojamento e restauração (os sectores de referência). A introdução das variáveis de interacção

entre o sector de actividade e a propriedade familiar permite verificar que apenas a variável associada aos serviços se revela significativa e com uma relação negativa com a dívida nos modelos da dívida total. No entanto, nos modelos do passivo total, também as interacções entre a propriedade familiar e os sectores do comércio e da construção se revelam estatisticamente significativos, apresentando uma relação negativa com a dívida. Desta forma, estes resultados permitem comprovar a hipótese da influência da propriedade familiar sobre a forma como a estrutura de capitais é determinada pelo sector de actividade onde a empresa se encontra inserida. De facto, em alguns sectores, a propriedade familiar tende a inverter o processo da decisão sobre o uso de dívida nas empresas com os mesmos atributos de controlo.

A validade dos resultados obtidos depende da correcta especificação dos modelos econométricos utilizados. Desta forma, a especificação dos modelos foi testada através da extensão do teste RESET apresentada por Papke e Wooldridge (1996) para os modelos de dados fraccionários. Para um nível de significância de 5%, os resultados obtidos comprovam a correcta especificação de todos os modelos. O Pseudo R^2 permite indiciar uma boa capacidade explicativa dos modelos estimados. De salientar a forte robustez dos resultados estimados, comprovada pelo número de variáveis estatisticamente significativas e pela manutenção do sinal dos coeficientes em todas as variáveis introduzidas nos dez modelos, sendo a única excepção o caso da variável tangibilidade do activo.

Em relação aos resultados obtidos para as restantes variáveis de controlo, comprova-se a relação positiva da dimensão com o acesso à dívida, mesmo dentro da cada classe dimensional. Em relação à variável rendibilidade, a relação positiva permite comprovar os argumentos da teoria do *trade-off* de uma elevada rendibilidade significar maiores vantagens fiscais no uso da dívida e menor probabilidade de incumprimento das obrigações da dívida. A relação positiva também comprova os argumentos da teoria da agência de a dívida disciplinar a gestão da empresa quando esta detém elevados fluxos de caixa. A relação negativa da variáveis idade e liquidez comprova os argumentos da teoria da *pecking order* dado uma maior maturidade implicar maior acumulação de fundos internos e menor necessidade de recorrer à dívida. A relação positiva da variável da taxa de crescimento comprova os argumentos de o incremento da dimensão da empresa implicar maiores necessidades de financiamento. No caso dos activos tangíveis verifica-se uma mudança no sinal da relação com a dívida em alguns modelos. A relação positiva comprova os argumentos da literatura financeira de o valor colateral destes activos permitir um maior acesso à dívida. A relação

negativa obtida nos primeiros modelos pode ser justificada com a adequação da maturidade dos fundos com a dos activos. É usual obter-se uma relação negativa desta variável com a dívida de curto prazo e positiva com a dívida de longo prazo (Rita, 2003). Dado o peso mais significativo da dívida de curto prazo, os resultados dos modelos iniciais (com menos variáveis) reflectiram de forma mais significativa este aspecto.

V.3. Impacto do Controlo Familiar sobre a Escolha das Fontes de Dívida

O objectivo desta secção é descrever os resultados que permitem explicar a forma como o factor propriedade familiar influencia a decisão da escolha das fontes de dívida das empresas, especificamente, na decisão da escolha de dívida bancária e/ou *leasing*. Além deste aspecto, procurou-se verificar se a classe dimensional ou o sector de actividade onde a empresa está inserida determinam a forma como a propriedade familiar influencia essa escolha.

Na concretização do objectivo desta secção foi usado o modelo de probabilidades de escolhas multinomiais, nomeadamente, o modelo logit multinomial especificado na equação (4.3). A variável dependente adoptada indica a escolha da fonte de financiamento efectuada pela empresa i da forma seguinte:

$$Y_i = \begin{cases} 0 & \text{se Dívida Bancária Total} = 0 \text{ e Leasing Total} = 0 \\ 1 & \text{se Dívida Bancária Total} > 0 \text{ Leasing Total} = 0 \\ 2 & \text{se Dívida Bancária Total} = 0 \text{ e Leasing Total} > 0 \\ 3 & \text{se Dívida Bancária Total} > 0 \text{ e Leasing Total} > 0 \end{cases}$$

As variáveis explicativas usadas no estudo desta fase da decisão de financiamento foram as utilizadas na secção anterior, atendendo ao objecto em estudo nesta secção e ao tipo de hipóteses a comprovar. Nomeadamente, a utilização das *dummies* para a representação do factor propriedade familiar e a sua interacção com a classe dimensional e sector de actividade, em conjunto com as seis variáveis de controlo propostas pela literatura financeira. O processo de estimação dos modelos com as *dummies* foi o mesmo que o adoptado na secção anterior.

A tabela nº 5.3 apresenta os resultados obtidos com os modelos logit multinomial. Nestes observa-se a significância estatística da *dummy* propriedade familiar em todos os modelos e uma relação positiva em todas as categorias da variável dependente presentes nos modelos. A única excepção está em algumas componentes do modelo 5, onde mantém o sinal das variáveis mas não a relevância estatística. Desta forma, comprova-se que o factor propriedade familiar incrementa a probabilidade das empresas recorrerem ao uso da dívida bancária e/ou

leasing. Isto é, entre duas empresas, uma de propriedade familiar e outra não, com as mesmas características ao nível das variáveis de controlo, a primeira apresenta uma maior probabilidade de usar uma ou ambas as fontes de dívida. Assim, comprova-se a hipótese de a propriedade familiar determinar a escolha das fontes de dívida, especificamente, no caso da amostra de empresas portuguesas desta tese, incrementa a probabilidade de estas empresas recorrerem ao *leasing* e à dívida bancária.

Tabela nº 5.3 – Modelos Multinomiais – Fontes de Dívida

Variável Dependente Multinomial: 0 se dívida bancária mais *leasing* = 0, 1 se banca > 0 e *leasing* = 0, 2 se banca = 0 e *leasing* > 0, 3 se banca > 0 e *leasing* > 0. Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do Activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3		
	Ban	Lea	Mix	Ban	Lea	Mix	Ban	Lea	Mix
Propriedade Familiar	0.671 10.430***	0.314 4.970***	1.025 17.260***	0.625 9.590***	0.326 5.060***	0.995 16.610***	1.421 6.550***	0.601 2.790***	1.782 9.230***
Dimensão	0.346 21.830***	0.487 27.860***	0.785 49.490***	0.391 19.670***	0.469 21.990***	0.715 36.340***	0.399 20.030***	0.469 21.940***	0.721 36.690***
Rendibilidade	0.134 1.810*	0.032 0.560	0.137 1.860*	0.137 1.790*	0.030 0.560	0.140 1.820*	0.126 1.660*	0.032 0.570	0.128 1.690*
Tangibilidade do Activo	0.548 4.500***	2.603 21.750***	2.429 22.540***	0.600 4.930***	2.578 21.480***	2.364 21.820***	0.597 4.910***	2.573 21.480***	2.364 21.860***
Taxa de Crescimento	0.323 3.100***	0.428 4.040***	0.544 4.890***	0.321 3.090***	0.426 4.040***	0.545 4.890***	0.317 3.050***	0.425 4.030***	0.541 4.860***
Idade	-0.008 -5.330***	-0.019 -9.800***	-0.021 -13.600***	-0.007 -4.610***	-0.019 -9.830***	-0.022 -13.970***	-0.007 -4.560***	-0.019 -9.800***	-0.022 -13.940***
Liquidez	-3.055 -25.500***	-0.231 -2.430**	-4.579 -32.970***	-3.075 -25.440***	-0.246 -2.590**	-4.518 -32.610***	-3.067 -25.350***	-0.250 -2.640***	-4.514 -32.510***
Micro				0.609 4.980***	0.018 0.160	-0.122 -1.130	1.277 7.910***	0.083 0.510	0.466 3.110***
Pequenas				0.528 4.690***	0.064 0.580	0.308 3.160***	0.503 3.270***	0.008 0.060	0.469 3.630***
Proprie. Fam. * Micro							-1.214 -5.200***	-0.264 -1.110	-1.119 -5.210***
Proprie. Fam. * Pequenas							-0.420 -1.750*	-0.100 -0.420	-0.640 -3.020***
Indústria									
Construção									
Comércio									
Serviços									
Prop. Fam. * Indústria									
Prop. Fam. * Construção									
Prop. Fam. * Comércio									
Prop. Fam. * Serviços									
Constante	-2.090 -16.270***	-3.683 -26.260***	-4.623 -36.440***	-2.906 -13.690***	-3.605 -16.090***	-4.161 -20.670***	-3.233 -14.460***	-3.676 -15.830***	-4.481 -21.440***
Teste Hausman		-488.080			-198.510			-233.940	
Pseudo R2		13.77%			14.04%			14.16%	

Tabela nº 5.3 – Modelos Multinomiais – Fontes de Dívida - Continuação

Variável Dependente Multinomial: 0 se dívida bancária mais leasing = 0, 1 se banca > 0 e leasing = 0, 2 se banca = 0 e leasing > 0, 3 se banca > 0 e leasing > 0. Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do Activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 4			Modelo 5		
	Ban	Lea	Mix	Ban	Lea	Mix
Propriedade Familiar	0.617 9.490***	0.338 5.280***	0.994 16.500***	0.206 0.870	0.231 0.920	0.549 2.330**
Dimensão	0.332 20.090***	0.490 26.950***	0.773 46.890***	0.334 20.170***	0.490 26.910***	0.775 46.920***
Rendibilidade	0.124 1.980**	0.011 0.600	0.127 2.030**	0.125 2.130**	0.013 0.720	0.129 2.180**
Tangibilidade do Activo	0.770 5.990***	2.653 20.680***	2.643 22.910***	0.770 5.980***	2.649 20.630***	2.637 22.820***
Taxa de Crescimento	0.331 3.160***	0.424 4.000***	0.546 4.890***	0.329 3.140***	0.422 3.980***	0.544 4.870***
Idade	-0.007 -4.390***	-0.018 -9.150***	-0.020 -12.680***	-0.007 -4.370***	-0.018 -9.160***	-0.020 -12.750***
Liquidez	-2.953 -24.180***	-0.190 -1.930*	-4.389 -31.360***	-2.943 -24.100***	-0.190 -1.940*	-4.384 -31.330***
Micro						
Pequenas						
Proprie. Fam. * Micro						
Proprie. Fam. * Pequenas						
Indústria	0.059 0.630	0.505 5.110***	0.675 7.210***	-0.518 -2.030**	0.409 1.570	0.219 0.890
Construção	0.536 5.160***	0.654 5.780***	1.043 10.080***	0.596 1.880*	0.770 2.240**	1.363 4.410***
Comércio	0.113 1.270	0.182 1.910**	0.338 3.730***	-0.252 -1.040	-0.011 -0.040	-0.178 -0.750
Serviços	-0.073 -0.800	0.442 4.780***	0.367 4.000***	-0.432 -1.750*	0.340 1.340	-0.086 -0.360
Prop. Fam. * Indústria				0.670 2.460**	0.091 0.320	0.533 2.030**
Prop. Fam. * Construção				-0.047 -0.140	-0.120 -0.330	-0.337 -1.040
Prop. Fam. * Comércio				0.416 1.620*	0.210 0.770	0.596 2.350**
Prop. Fam. * Serviços				0.411 1.550	0.104 0.380	0.535 2.060**
Constante	-2.152 -14.220***	-4.106 -25.150***	-5.095 -33.630***	-1.807 -7.270***	-4.004 -15.050***	-4.724 -19.120***
Teste Hausman		-170.650			-82.300	
Pseudo R2		14.18%			14.24%	

Em relação à interação da propriedade familiar com a classe dimensional, os resultados dos modelos 2 e 3 apresentam uma relação positiva das duas *dummies*, micro e pequenas empresas, com a dívida bancária, com o *leasing* e uma combinação das duas fontes da dívida (contudo, para o *leasing* a relação não é estatisticamente significativa). Desta forma, entre duas empresas com as mesmas características associadas às variáveis de controlo, as empresas que sejam classificadas como micro e pequenas empresas apresentam uma maior probabilidade de recorrer às fontes de dívida em análise. No entanto, a propriedade familiar das micro e pequenas empresas inverte o sinal da relação, mantendo a significância estatística. Desta forma, as micro e pequenas empresas de propriedade familiar apresentam uma menor probabilidade de recorrerem à dívida bancária, *leasing* ou uma combinação das duas fontes de dívida (não significativa para o *leasing*) do que as suas congéneres não familiares. Estes resultados permitem comprovar a hipótese da influência da propriedade familiar sobre a escolha das fontes de dívida depender da classe dimensional onde a empresa está inserida. Estes resultados parecem comprovar a maior aversão das empresas familiares de menor dimensão no recurso à dívida com maior risco e a preferência pelos fundos internos ou outras fontes de fundos menos arriscadas, como o crédito de sócios.

Os resultados também apresentam a relevância das variáveis do sector de actividade sobre a determinação das fontes de financiamento. Por exemplo, o sector indústria apresenta uma maior probabilidade de usar *leasing* ou uma combinação de dívida bancária e *leasing* e uma menor probabilidade de recorrer exclusivamente à dívida bancária. Os resultados associados ao sector comércio tendem a apresentar um comportamento semelhante. A construção revela uma maior probabilidade de recorrer às duas fontes, quer de forma exclusiva, quer através de uma combinação das duas. Os serviços parecem apresentar uma menor probabilidade de recorrer à dívida bancária e maior probabilidade de recorrer ao *leasing*. Por outro lado, o sector de actividade influencia nalguns casos o efeito da propriedade familiar sobre a escolha das fontes de dívida. Por exemplo, a propriedade familiar das empresas do sector da indústria parece incrementar a probabilidade do uso da dívida bancária comparativamente às empresas industriais não familiares. A propriedade familiar das empresas do sector do comércio e dos serviços tende a incrementar a probabilidade do uso da dívida bancária e a combinação das duas fontes comparativamente às empresas não familiares. Desta forma, comprova-se a hipótese de a influência da propriedade familiar sobre a escolha das fontes de dívida ser determinada pelo sector de actividade onde a empresa se encontra.

Os resultados das variáveis de controlo comprovam os argumentos apresentados no âmbito da literatura financeira. Uma maior dimensão, maior nível de activos tangíveis e taxas de crescimento mais elevadas significam maior probabilidade de recorrer à dívida, seja ela bancária ou *leasing*. Pelo contrário, maior maturidade e níveis de liquidez implicam uma menor probabilidade de recorrer a estas fontes. A variável rendibilidade apresenta uma menor frequência de resultados estatisticamente significativos, mas mantém o sinal positivo, comprovando os argumentos apontados no âmbito da influência deste factor sobre a estrutura de capitais.

Os resultados do teste de Hausman (conforme Hausman e McFadden, 1984) permitem aceitar a ocorrência da independência das alternativas necessária para que se possa utilizar o modelo logit multinomial. Apesar do valor do teste ser negativo, este resultado pode ser interpretado como forte evidência para não rejeitarmos a hipótese nula de correcta especificação conforme referem Kohler e Kreuter (2005).

Também nesta secção, é de salientar a forte robustez dos resultados estimados comprovada pelo número de variáveis estatisticamente significativas e pela manutenção do sinal dos coeficientes em todas as variáveis introduzidas nos cinco modelos.

V.4. Impacto do Controlo Familiar sobre a Maturidade da Dívida

Esta secção tem como objectivo explicar a forma como a propriedade familiar determina a decisão sobre a maturidade da dívida, particularmente, no financiamento bancário e *leasing*. Complementarmente, procura-se também verificar se a influência da propriedade familiar sobre a maturidade da dívida é determinada pela classe dimensional e pelo sector de actividade onde a empresa se encontra inserida. Desta forma, para a concretização do objectivo desta secção optou-se por estimar um conjunto de modelos recorrendo a três metodologias econométricas: modelo logit multinomial, modelo de regressão para dados fraccionários e modelo de regressão a duas partes para dados fraccionários. A utilização destas metodologias resulta das três abordagens realizadas ao processo de decisão sobre a maturidade da dívida e que originou as três subsecções seguintes: a influência da propriedade familiar sobre a escolha da maturidade, sobre a definição da proporção da dívida de longo prazo no total da dívida e, por fim, sobre o uso e a proporção da dívida de longo prazo na estrutura de capitais.

V.4.1. Impacto do Controlo Familiar sobre a Decisão de Escolha da Maturidade da Dívida

O objectivo desta subsecção é explicar a forma como a propriedade familiar determina a escolha da maturidade da dívida. Além disso, também se pretende verificar a forma como a influência da propriedade familiar sobre a escolha da maturidade da dívida é determinada pela classe dimensional e pelo sector de actividade onde a empresa se encontra inserida. Na concretização deste objectivo utilizou-se o modelo logit multinomial especificado na equação (4.3). A variável dependente utilizada representa a escolha efectuada pela empresa i em relação às seguintes quatro opções: i) não recorrer à dívida, ii) recorrer exclusivamente à dívida de curto prazo, iii) recorrer exclusivamente à dívida de longo prazo e, por fim, iv) recorrer a dívida de várias maturidades. O modelo logit multinomial, constitui um modelo econométrico adequado ao problema referido e a variável dependente foi calculada da seguinte forma:

$$Y_i = \begin{cases} 0 & \text{se Dívida Bancária Total} = 0 \text{ e Leasing Total} = 0 \\ 1 & \text{se (Dív. Banc. CP} > 0 \text{ ou Leasing CP} > 0) \text{ e Dív. Banc. MLP} = 0 \text{ e Leasing MLP} = 0 \\ 2 & \text{se Dív. Banc. CP} = 0 \text{ e Leasing CP} = 0 \text{ e (Dív. Banc. MLP} > 0 \text{ ou Leasing MLP} > 0) \\ 3 & \text{se (Dív. Banc. CP} > 0 \text{ ou Leasing CP} > 0) \text{ e (Dív. Banc. MLP} > 0 \text{ ou Leasing MLP} > 0 \end{cases}$$

As variáveis explicativas adoptadas no estudo desta fase da decisão de financiamento foram as mesmas que foram utilizadas na secção anterior dado se manter o objecto em estudo nesta secção e as hipóteses a comprovar. Nomeadamente, a utilização das *dummies* para a representação do factor propriedade familiar, classe dimensional, sector de actividade e das variáveis de interacção dos dois últimos factores com a propriedade familiar. Nos modelos foram introduzidas dez variáveis de controlo propostas pela literatura financeira. Adicionalmente às seis variáveis de controlo adoptadas nas secções anteriores, introduziram-se, nesta secção, o peso da dívida e variáveis representativas da maturidade do activo e do risco financeiro associado à empresa, dado estes factores terem vindo a emergir na literatura financeira como eventuais factores relevantes na decisão sobre a maturidade da dívida. O processo de estimação dos modelos com as *dummies* é o mesmo que foi adoptado no ponto anterior.

A tabela nº 5.4 apresenta os resultados obtidos com os modelos estimados no âmbito da primeira abordagem à forma como a escolha da maturidade da dívida é realizada.

Tabela nº 5.4 – Modelos Multinomiais – Maturidade da Dívida

Variável Dependente Multinomial: 0 se dívida bancária total mais leasing total = 0, 1 se banca CP > 0 e leasing CP > 0 e banca MLP = 0 e leasing MLP = 0, 2 se banca CP = 0 e leasing CP = 0 e banca MLP > 0 e leasing MLP > 0, 3 se banca CP > 0 ou leasing CP > 0 e banca MLP > 0 ou leasing MLP > 0, Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Peso da dívida = dívida total sobre o activo total, Maturidade do activo fixo = imobilizado corpóreo sobre as amortizações do exercício, Maturidade do activo total = $p1 * \text{activos fixos líquidos} / \text{amortização anual} + p2 * \text{dívidas} / \text{vendas} + p3 * \text{inventário} / \text{custo das vendas} + p4$, p1, p2 e p3 são, respectivamente, o peso dos activos fixos líquidos, das dívidas a receber e das existências no activo total, p4 é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total, Risco = coeficiente Z de Altman para as empresas não cotadas, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3		
	CP	MLP	Mix	CP	MLP	Mix	CP	MLP	Mix
Propriedade Familiar	0.580 9.810***	0.868 8.860***	0.649 9.720***	0.561 9.460***	0.823 8.370***	0.601 9.010***	1.068 5.310***	1.694 6.130***	1.644 8.290***
Dimensão	0.441 25.590***	0.405 18.170***	0.946 46.910***	0.454 19.960***	0.415 14.090***	0.861 32.620***	0.459 20.130***	0.426 14.400***	0.874 33.140***
Rendibilidade	0.859 3.710***	0.903 2.610***	1.989 6.070***	0.856 3.680***	0.899 2.580***	1.960 6.020***	0.859 3.710***	0.898 2.580***	1.944 5.980***
Tangibilidade do Activo	1.607 14.080***	2.277 15.040***	2.759 21.670***	1.618 14.200***	2.285 15.050***	2.707 21.240***	1.615 14.200***	2.281 15.030***	2.707 21.250***
Taxa de Crescimento	0.053 0.730	0.027 0.300	-0.020 -0.250	0.052 0.730	0.027 0.300	-0.017 -0.210	0.050 0.700	0.022 0.250	-0.019 -0.240
Idade	-0.009 -5.500***	-0.004 -1.500	-0.010 -5.390***	-0.009 -5.350***	-0.003 -1.360	-0.011 -5.710***	-0.009 -5.380***	-0.003 -1.390	-0.011 -5.740***
Liquidez	-0.733 -6.930***	-0.773 -4.320***	-2.577 -13.820***	-0.733 -6.930***	-0.762 -4.250***	-2.523 -13.610***	-0.736 -6.970***	-0.763 -4.260***	-2.510 -13.540***
Peso da Dívida	1.597 10.070***	2.675 15.730***	2.724 16.740***	1.579 9.630***	2.655 15.330***	2.830 16.950***	1.565 9.540***	2.626 15.120***	2.800 16.790***
Maturidade do Activo Fixo	-0.002 -2.070**	-0.001 -0.690	-0.002 -1.800*	-0.002 -2.050**	-0.001 -0.650	-0.002 -1.650*	-0.002 -2.030**	-0.001 -0.610	-0.002 -1.670*
Maturidade do Activo Total	0.000 -0.350	-0.001 -1.270	0.001 1.190	0.000 -0.400	-0.001 -1.300	0.001 1.340	0.000 -0.500	-0.001 -1.420	0.001 1.270
Risco (Z)	-0.178 -5.670***	-0.105 -5.240***	-0.496 -15.020***	-0.181 -5.550***	-0.107 -5.120***	-0.468 -13.920***	-0.181 -5.540***	-0.108 -5.110***	-0.473 -14.030***
Micro				0.306 2.660***	0.435 2.560***	-0.174 -1.440	0.665 4.410***	1.347 5.380***	0.584 3.410***
Pequenas				0.324 3.150***	0.541 3.620***	0.271 2.610***	0.261 1.890*	0.426 1.780*	0.647 4.580***
Prop. Fam. * Micro							-0.735 -3.390***	-1.485 -4.860***	-1.416 -6.260***
Prop. Fam. * Pequenas							-0.246 -1.120	-0.354 -1.120	-1.010 -4.620***
Indústria									
Construção									
Comércio									
Serviços									
Prop. Fam. * Indústria									
Prop. Fam. * Construção									
Prop. Fam. * Comércio									
Prop. Fam. * Serviços									
Constante	-2.740 -18.310***	-5.593 -25.760***	-6.931 -37.770***	-3.088 -15.800***	-6.052 -19.390***	-6.452 -26.740***	-3.253 -15.940***	-6.429 -18.880***	-6.915 -27.720***
Teste de Hausman		-30.87			-35.96			-12.90	
Pseudo R2		17.93%			18.10%			18.26%	

Tabela nº 5.4 – Modelos Multinomiais – Maturidade da Dívida - continuação

Variável Dependente Multinomial: 0 se dívida bancária total mais leasing total = 0, 1 se banca CP > 0 e leasing CP > 0 e banca MLP = 0 e leasing MLP = 0, 2 se banca CP = 0 e leasing CP = 0 e banca MLP > 0 e leasing MLP > 0, 3 se banca CP > 0 ou leasing CP > 0 e banca MLP > 0 ou leasing MLP > 0, Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Peso da dívida = dívida total sobre o activo total, Maturidade do activo fixo = imobilizado corpóreo sobre as amortizações do exercício, Maturidade do activo total = p1 * activos fixos líquidos / amortização anual + p2*dívidas / vendas + p3* inventário / custo das vendas +p4, p1, p2 e p3 são, respectivamente, o peso dos activos fixos líquidos, das dívidas a receber e das existências no activo total, p4 é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total, Risco = coeficiente Z de Altman para as empresas não cotadas, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 4			Modelo 5		
	CP	MLP	Mix	CP	MLP	Mix
Propriedade Familiar	0.608 10.280***	0.882 8.870***	0.684 10.180***	0.258 1.140	0.386 1.020	0.116 0.410
Dimensão	0.455 25.770***	0.422 18.170***	0.959 46.420***	0.457 25.780***	0.424 18.270***	0.961 46.410***
Rendibilidade	0.718 3.060***	0.676 1.940*	1.553 4.690***	0.727 3.100***	0.683 1.950*	1.577 4.760***
Tangibilidade do Activo	1.581 13.280***	2.458 15.230***	2.802 20.840***	1.567 13.140***	2.449 15.150***	2.795 20.780***
Taxa de Crescimento	0.045 0.630	0.020 0.220	-0.032 -0.410	0.041 0.580	0.017 0.190	-0.034 -0.440
Idade	-0.008 -4.790***	-0.001 -0.490	-0.008 -4.400***	-0.008 -4.840***	-0.001 -0.520	-0.009 -4.470***
Liquidez	-0.742 -6.990***	-0.714 -3.970***	-2.551 -13.670***	-0.743 -7.000***	-0.712 -3.960***	-2.548 -13.650***
Peso da Dívida	1.673 10.270***	2.725 15.850***	2.910 17.480***	1.678 10.290***	2.724 15.840***	2.921 17.530***
Maturidade do Activo Fixo	-0.002 -1.950*	-0.001 -0.670	-0.002 -1.450	-0.002 -1.950*	-0.001 -0.710	-0.002 -1.490
Maturidade do Activo Total	0.000 -0.110	-0.001 -1.150	0.001 1.750*	0.000 -0.130	-0.001 -1.170	0.001 1.700*
Risco (Z)	-0.170 -5.380***	-0.092 -4.830***	-0.446 -13.590***	-0.170 -5.370***	-0.093 -4.850***	-0.444 -13.540***
Micro						
Pequenas						
Prop. Fam. * Micro						
Prop. Fam. * Pequenas						
Indústria	0.102 1.190	0.330 2.340**	0.423 3.770***	-0.185 -0.780	-0.328 -0.810	-0.103 -0.370
Construção	0.239 2.500**	0.931 6.180***	0.764 6.190***	0.319 1.040	1.068 2.310**	0.919 2.680***
Comércio	-0.040 -0.490	0.288 2.110**	0.075 0.670	-0.395 -1.700*	-0.102 -0.260	-0.517 -1.850*
Serviços	0.197 2.410**	0.564 4.120***	0.571 5.030***	-0.246 -1.050	-0.017 -0.040	0.025 0.090
Prop. Fam. * Indústria				0.319 1.260	0.743 1.730*	0.632 2.080**
Prop. Fam. * Construção				-0.078 -0.240	-0.132 -0.270	-0.136 -0.370
Prop. Fam. * Comércio				0.397 1.630*	0.442 1.080	0.701 2.350**
Prop. Fam. * Serviços				0.510 2.040**	0.664 1.570	0.647 2.090**
Constante	-2.980 -17.200***	-6.259 -24.660***	-7.606 -35.680***	-2.677 -10.370***	-5.830 -14.220***	-7.147 -22.940***
Teste de Hausman		-16.40			-34.79	
Pseudo R2		18.20%			18.24%	

Os resultados associados à *dummy* propriedade familiar revelam que este atributo é sempre estatisticamente significativo, exceptuando-se o modelo 5 onde se introduz a interacção entre a propriedade familiar e o sector de actividade. Nos modelos observa-se uma relação de sinal positivo com a escolha da maturidade. Desta forma, entre duas empresas que apresentem os mesmos atributos de controlo, a empresa de propriedade familiar tem uma maior probabilidade de escolher ambas as maturidades da dívida comparativamente à empresa não familiar. Este resultado confirma a existência de uma maior probabilidade da empresa familiar recorrer à dívida, obtida nas secções anteriores; e, permite comprovar a hipótese da propriedade familiar influenciar a escolha da maturidade da dívida. No mesmo sentido dos resultados obtidos na secção anterior, também aqui se comprova que, entre duas empresas com os mesmos atributos, a que for classificada nas classes de menor dimensão (micro e pequenas empresas) tende a apresentar uma maior probabilidade de recorrer a ambas as maturidades da dívida. No entanto, a interacção entre a propriedade familiar e a classe dimensional determinam a decisão sobre a escolha da maturidade, dado se obter uma alteração do sinal da relação com a escolha da maturidade. Mais uma vez, as empresas de propriedade familiar de menor dimensão apresentam uma menor probabilidade de recorrer a qualquer maturidade da dívida comparativamente às suas congéneres não familiares, sendo iguais os restantes atributos.

O sector de actividade apresenta-se como factor relevante da determinação da escolha da maturidade. Os quatro sectores associados às *dummies* adoptadas tendem a apresentar maior probabilidade de recorrer a ambas as maturidades da dívida comparativamente aos restantes sectores da amostra. A propriedade familiar da indústria, comércio e serviços incrementa a probabilidade destas empresas recorrerem a ambas as maturidades de dívida.

Em relação às variáveis de controlo, verifica-se que o incremento da dimensão, da rendibilidade e da tangibilidade dos activos implicam uma maior probabilidade de recorrer ao uso de dívida em ambas as maturidades. O incremento da maturidade da empresa e da liquidez implica uma menor probabilidade de recorrer à dívida, em ambas as maturidades. A taxa de crescimento não se apresenta estatisticamente significativa para a determinação da escolha da maturidade na maioria dos modelos.

Em relação à maturidade do activo, a maturidade do activo fixo revelou-se estatisticamente significativo e, de sinal negativo, na escolha da maturidade mais curta da dívida. Este

resultado pode indicar a adequação da maturidade das aplicações com os fundos utilizados para as financiar. A maturidade do activo total apenas se revelou significativa nos modelos que incluem o sector de actividade onde se verifica uma relação positiva da maturidade do activo total com o uso de uma combinação de maturidades da dívida.

Os resultados apresentam o factor risco como importante determinante da escolha da maturidade da dívida. Neste caso, é apresentado que as empresas com maiores níveis de risco apresentam uma menor probabilidade de recorrer a qualquer maturidade da dívida. Ojah e Manrique (2005) também obtiveram uma relação negativa e significativa do *rating* de risco com o uso da dívida bancária.

Os resultados obtidos para o teste Hausman permitem a validação do modelo. De salientar a forte robustez dos resultados estimados comprovada pelo número de variáveis estatisticamente significativas e pela manutenção do sinal dos coeficientes em todas as variáveis introduzidas nos cinco modelos.

V.4.2. Impacto do Controlo Familiar sobre a Proporção da Dívida de Longo Prazo

O objectivo desta subsecção é descrever a forma como a propriedade familiar determina a proporção da dívida de longo prazo em relação à dívida total. Adicionalmente, também se procura analisar se a influência da propriedade familiar sobre o rácio da maturidade da dívida depende da classe dimensional ou do sector de actividade onde a empresa encontra-se inserida. Assim, para a concretização deste objectivo utilizou-se a metodologia de regressão para dados fraccionários especificada na equação (4.1). As variáveis dependentes adoptadas foram o rácio da dívida bancária de longo prazo e o rácio do *leasing* de longo prazo. O primeiro foi calculado através da relação da dívida bancária de longo prazo em relação à dívida bancária total e o segundo da mesma forma mas para o *leasing*. As variáveis explicativas utilizadas foram as mesmas que na abordagem anterior. O processo de estimação é semelhante ao realizado nas secções anteriores e passa pela introdução, em cada modelo, da variável associada a cada hipótese em estudo.

As tabelas nº 5.5 e 5.6 apresentam os resultados obtidos sobre a forma como a propriedade familiar afecta a decisão sobre o rácio da estrutura da dívida bancária e *leasing*, respectivamente.

Tabela nº 5.5 – Modelos de Regressão para Dados Fraccionários - Maturidade da Dívida Bancária

Variável Dependente: Maturidade da dívida bancária = dívida bancária de MLP sobre dívida bancária total. Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do Activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Peso da dívida = dívida total sobre o activo total, Maturidade do activo fixo = imobilizado corpóreo sobre as amortizações do exercício, Maturidade do activo total = $p1 * \text{activos fixos líquidos} / \text{amortização anual} + p2 * \text{dívidas} / \text{vendas} + p3 * \text{inventário} / \text{custo das vendas} + p4$, p1, p2 e p3 são, respectivamente, o peso dos activos fixos líquidos, das dívidas a receber e das existências no activo total, p4 é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total, Risco = coeficiente Z de Altman para as empresas não cotadas, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Propriedade Familiar	0.186 4.300***	0.167 3.830***	0.255 3.640***	0.173 3.960***	-0.146 -0.830
Dimensão	0.209 18.150***	0.229 14.540***	0.231 14.630***	0.201 17.270***	0.200 17.130***
Rendibilidade	0.009 1.010	0.008 1.040	0.008 1.060	0.007 1.110	0.007 1.110
Tangibilidade do Activo	0.820 10.990***	0.839 11.170***	0.839 11.180***	0.907 11.090***	0.905 11.060***
Taxa de Crescimento	-0.109 -2.120**	-0.114 -2.200**	-0.115 -2.220**	-0.113 -2.160**	-0.112 -2.150**
Idade	0.000 -0.050	0.000 0.240	0.000 0.230	0.001 0.730	0.001 0.710
Liquidez	0.150 1.080	0.171 1.230	0.177 1.270	0.187 1.340	0.191 1.370
Peso da Dívida	0.996 10.980***	0.983 10.850***	0.981 10.830***	1.015 11.020***	1.020 11.050***
Maturidade do Activo Fixo	0.001 1.580	0.001 1.440	0.001 1.430	0.001 1.640*	0.001 1.630*
Maturidade do Activo Total	0.000 1.340	0.000 1.230	0.000 1.220	0.001 1.670*	0.001 1.670*
Risco (Z)	0.000 0.050	0.001 0.230	0.001 0.190	0.007 0.930	0.007 0.960
Micro		0.165 2.460**	0.338 2.990***		
Pequenas		0.181 3.560***	0.217 2.820***		
Prop. Fam. * Micro			-0.226 -1.960**		
Prop. Fam. * Pequenas			-0.078 -0.860		
Indústria				0.050 0.620	-0.224 -1.370
Construção				0.357 4.050***	0.276 1.520
Comércio				-0.048 -0.590	-0.386 -2.280**
Serviços				0.070 0.830	-0.189 -1.100
Prop. Fam. * Indústria					0.349 1.870*
Prop. Fam. * Construção					0.118 0.580
Prop. Fam. * Comércio					0.420 2.220**
Prop. Fam. * Serviços					0.329 1.670*
Constante	-3.334 -26.070***	-3.613 -20.480***	-3.667 -20.390***	-3.395 -23.140***	-3.140 -16.020***
Teste RESET	0.028	0.426	0.736	3.800*	2.932*
Pseudo R2	4.32%	4.40%	4.43%	4.83%	4.89%

Tabela nº 5.6 – Modelos de Regressão para Dados Fraccionários - Maturidade do Leasing

Variável Dependente: Maturidade do leasing = leasing de MLP sobre leasing total. Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do Activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Peso da dívida = dívida total sobre o activo total, Maturidade do activo fixo = imobilizado corpóreo sobre as amortizações do exercício, Maturidade do activo total = $p1 * \text{activos fixos líquidos} / \text{amortização anual} + p2 * \text{dívidas} / \text{vendas} + p3 * \text{inventário} / \text{custo das vendas} + p4$, p1, p2 e p3 são, respectivamente, o peso dos activos fixos líquidos, das dívidas a receber e das existências no activo total, p4 é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total, Risco = coeficiente Z de Altman para as empresas não cotadas, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Propriedade Familiar	0.110 2.420**	0.085 1.860*	0.429 5.990***	0.118 2.550**	0.222 1.020
Dimensão	0.184 15.170***	0.139 8.000***	0.148 8.450***	0.187 15.120***	0.187 15.090***
Rendibilidade	0.040 4.040***	0.039 3.830***	0.039 3.930***	0.035 4.470***	0.035 4.460***
Tangibilidade do Activo	1.114 13.760***	1.097 13.450***	1.105 13.550***	1.293 14.670***	1.304 14.770***
Taxa de Crescimento	0.005 0.110	0.007 0.160	0.005 0.110	-0.005 -0.120	-0.002 -0.050
Idade	-0.002 -1.430	-0.002 -1.720*	-0.003 -1.780*	-0.001 -0.710	-0.001 -0.700
Liquidez	-0.693 -4.460***	-0.634 -4.080***	-0.617 -3.970***	-0.656 -4.200***	-0.658 -4.210***
Peso da Dívida	1.204 11.940***	1.244 12.140***	1.226 11.970***	1.199 11.650***	1.182 11.460***
Maturidade do Activo Fixo	0.000 0.460	0.001 0.570	0.000 0.480	0.001 0.550	0.000 0.510
Maturidade do Activo Total	0.000 0.510	0.000 0.650	0.000 0.660	0.000 0.800	0.000 0.790
Risco (Z)	0.012 0.910	0.021 1.540	0.018 1.340	0.023 1.660*	0.022 1.580
Micro		-0.220 -2.870***	0.155 1.170		
Pequenas		0.063 1.140	0.359 4.500***		
Prop. Fam. * Micro			-0.545 -4.250***		
Prop. Fam. * Pequenas			-0.492 -5.410***		
Indústria				0.550 5.580***	0.497 2.490**
Construção				0.913 8.520***	1.157 5.290***
Comércio				0.544 5.410***	0.731 3.560***
Serviços				0.736 7.320***	0.843 4.120***
Prop. Fam. * Indústria					0.079 0.350
Prop. Fam. * Construção					-0.289 -1.190
Prop. Fam. * Comércio					-0.223 -0.970
Prop. Fam. * Serviços					-0.133 -0.570
Constante	-3.400 -24.950***	-3.038 -16.420	-3.265 -17.150***	-4.127 -25.140***	-4.205 -18.200***
Teste RESET	0.393	1.057	2.376	0.588	1.020
Pseudo R2	5.22%	5.53%	5.75%	5.95%	6.00%

Em ambas as tabelas observa-se uma relação positiva e estatisticamente significativa da propriedade familiar com a dívida de maturidade longa em quase todos os modelos estimados. Assim, as empresas de propriedade familiar apresentam uma maior proporção da dívida de longo prazo em relação à dívida total comparativamente às empresas não familiares. Desta forma, comprova-se novamente a hipótese da propriedade familiar determinar a maturidade da dívida.

Em relação às classes dimensionais, verifica-se uma relação positiva das micro e pequenas empresas com o rácio da maturidade da dívida bancária. Por outro lado, os resultados do modelo 3 revelam uma relação negativa e, estatisticamente significativa, da propriedade familiar das micro empresas com o rácio da maturidade de longo prazo da dívida bancária. Desta forma, entre duas empresas com as mesmas características de controlo, a empresa de propriedade familiar tende a apresentar uma menor proporção da dívida bancária de longo prazo comparativamente à sua congénere não familiar. Este resultado assume alguma relevância dado a análise descritiva ter apresentado alguma semelhança entre a proporção da dívida bancária de longo prazo entre as micro empresas dos dois tipos. Assim, para que uma micro empresa familiar aceda ao mesmo nível de dívida bancária de longo prazo que uma empresa não familiar, deverá apresentar melhor desempenho nas variáveis de controlo. Em relação ao *leasing*, os resultados dos modelos parecem apresentar uma relação negativa das micro empresas com o rácio da maturidade longa desta fonte e positiva para as pequenas empresas. Assim, entre as empresas com as mesmas características de controlo, as micro empresas tendem a usar menos *leasing* de longo prazo e as pequenas recorrem mais a fontes com esta maturidade. A propriedade familiar das micro e pequenas empresas origina uma relação negativa com a proporção da maturidade longa do *leasing*.

Os resultados dos modelos 4 e 5 da tabela nº 5.5 indiciam que o sector da construção tende a apresentar uma maior proporção da dívida de longo prazo e o sector do comércio uma menor proporção desta fonte. As características associadas a cada um destes sectores parece justificar estes resultados. O sector da construção tende a apresentar ciclos de exploração mais longos e maiores níveis de activos de longo prazo, justificando assim, a maior proporção de dívida de longo prazo. O sector do comércio apresenta características contrárias às referidas para o sector da construção, justificando o sinal contrário obtido. A propriedade familiar das empresas do sector da indústria, serviços e comércio parece favorecer a existência de uma maior proporção da dívida bancária de longo prazo.

Nos modelos associados ao *leasing*, verifica-se a significância estatística de todas as *dummies* associadas ao sector de actividade e sempre de sinal positivo. Desta forma, estes quatro sectores tendem a usar uma maior proporção de *leasing* de longo prazo comparativamente aos sectores de comparação, alojamento e agricultura. Na interacção entre a propriedade familiar e o sector de actividade, nenhum variável se apresenta significativa.

A maioria das variáveis de controlo não apresenta grandes diferenças face ao obtido nas secções anteriores. O incremento da dimensão e dos activos tangíveis (maior valor colateral) implica uma maior proporção de dívida de longo prazo de acordo com os argumentos da literatura financeira. A variável rendibilidade não se revela significativa para a determinação da proporção da dívida bancária de longo prazo. Contudo, no caso do *leasing* obtém-se uma relação positiva e significativa, comprovando-se os argumentos de que uma maior rendibilidade implica uma menor probabilidade de incumprimento das obrigações financeiras, significando um maior acesso à dívida de longo prazo. Contrariamente, ao esperado, a variável taxa de crescimento não se revela estatisticamente significativa para a determinação da maturidade do *leasing*, sendo apenas importante para o caso da dívida bancária, onde se observa uma relação negativa. Uma maior taxa de crescimento significa uma maior necessidade de fundos. Neste caso, os resultados parecem revelar que as empresas em situação de crescimento adoptam uma maior proporção de dívida bancária de curto prazo comparativamente à maturidade mais longa. A maturidade e a liquidez da empresa não se revelaram significativas para a determinação da estrutura da dívida bancária. No caso do *leasing*, uma maior liquidez implica uma menor proporção de dívida de longo.

Os resultados dos modelos 4 e 5 da tabela nº 5.5 não permitem comprovar o argumento de adequação da maturidade do activo (total e fixo) com os fundos utilizados para o seu financiamento, assim como os resultados associados ao factor risco comprovam não haver grande relevância deste factor na determinação da maturidade da dívida bancária e *leasing*.

O teste RESET aplicado a estes modelos comprova a correcta especificação de todos os modelos, a um nível de significância de 5%. Nesta subsecção pode-se continuar a salientar a robustez significativa dos resultados estimados, apesar de neste caso se ter obtido um menor número de variáveis estatisticamente significativas comparativamente às secções anteriores. Contudo, o sinal da grande maioria dos coeficientes permaneceu estável para os cinco modelos estimados.

V.4.3. Impacto do Controlo Familiar sobre o Uso e a Proporção da Dívida Bancária de Longo Prazo

O objectivo desta secção é analisar a forma como a propriedade familiar determina, num primeiro momento, o uso da dívida bancária de longo prazo⁴⁴ e, num segundo momento, a proporção dessa dívida. Adicionalmente, também se procura apresentar a forma como a influência da propriedade familiar sobre os dois momentos da decisão é determinada pela classe dimensional e pelo sector de actividade onde a empresa se encontra inserida. Na concretização deste objectivo utilizou-se o modelo de regressão a duas partes para dados fraccionários. Na primeira parte usa-se um modelo binário que explica a probabilidade da empresa decidir pelo uso ou não da dívida bancária de longo prazo, especificado na equação (4.8). Nessa equação, y assume o valor 1 se a empresa utilizou dívida bancária de longo prazo e o valor 0, no caso contrário. Na segunda parte, apenas para as empresas com dívida bancária de longo prazo, utilizou-se o modelo de regressão para dados fraccionários especificado na equação (4.1). Neste caso, a variável explicativa utilizada é o rácio da dívida bancária de longo prazo em relação ao activo total, mantendo-se as variáveis explicativas utilizadas nas subsecções anteriores.

A tabela nº 5.7 apresenta os resultados obtidos. Os resultados da primeira parte da maioria dos modelos permitem comprovar a relevância do factor propriedade familiar na determinação do uso da dívida bancária de longo prazo. De facto, mantendo-se constantes os outros factores, as empresas classificadas como familiares tendem a apresentar uma maior probabilidade de usarem dívida bancária de longo prazo. No entanto, a segunda parte dos modelos não comprova o factor propriedade familiar como determinante na proporção da dívida bancária de longo prazo como fonte de financiamento. Os resultados da análise descritiva revelaram ser as empresas familiares a apresentarem uma maior frequência de empresas com rácios nulos. Esta eventual relação contraditória dos resultados obtidos na análise descritiva comparativamente à relevância deste factor na determinação de um maior uso da dívida bancária de longo prazo, pode ser explicada pela reduzida dimensão da grande maioria das empresas familiares, comparativamente às empresas não familiares, e serem estas a registar os rácios nulos, dado um eventual menor acesso a esta fonte. Os resultados obtidos nesta secção indicam que quando os dois tipos de empresas apresentam as mesmas características (dimensão, rendimento, tangibilidade do activo) são as empresas familiares a apresentarem uma maior probabilidade de recorrer à dívida bancária de longo prazo.

⁴⁴ Também se estimou para o caso do *leasing* os mesmos modelos usados nesta secção para a dívida bancária. No entanto, dado todas as primeiras partes dos diversos modelos não serem validados pelo teste RESET, optou-se por não apresentar os resultados obtidos.

Tabela nº 5.7 – Modelos de Regressão a Duas Partes para Dados Fraccionários – Uso e a Proporção da Dívida Bancária de MLP

Variável Dependente: 1ª Parte: Dummy com o valor 1 caso a dívida bancária de MLP seja > 0. 2ª Parte: Dívida bancária de MLP = dívida bancária de MLP / activo total.
 Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Peso da dívida = dívida total sobre o activo total, Maturidade do activo fixo = imobilizado corpóreo sobre as amortizações do exercício, Maturidade do activo total = p1 * activos fixos líquidos / amortização anual + p2*dívidas / vendas + p3* inventário / custo das vendas + p4, p1, p2 e p3 são, respectivamente, o peso dos activos fixos líquidos, das dívidas a receber e das existências no activo total, p4 é o peso dos outros activos correntes menos as disponibilidades no activo total, Risco = coeficiente Z de Altman para as empresas não cotadas, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade.
 Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5	
	Uso	Proporção								
Propriedade Familiar	0.466 10.010***	-0.008 -0.250	0.446 9.540***	-0.017 -0.530	0.773 9.520***	0.012 0.230	0.429 9.110***	0.005 0.140	0.105 0.550	0.030 0.250
Dimensão	0.494 39.620***	0.003 0.260	0.452 27.290***	0.083 6.020***	0.455 27.600***	0.084 6.040***	0.480 38.260***	0.004 0.430	0.482 38.360***	0.001 0.150
Rendibilidade	0.025 1.000	0.005 3.220***	0.029 0.950	0.004 3.100***	0.028 1.010	0.004 3.130***	0.023 1.040	0.005 3.060***	0.023 1.080	0.005 3.100***
Tangibilidade do Activo	0.945 12.710***	0.189 2.770***	0.905 12.080***	0.291 4.360***	0.905 12.070***	0.293 4.400***	1.060 13.090***	0.212 3.000***	1.049 12.920***	0.209 2.960***
Taxa de Crescimento	-0.182 -3.750***	0.022 0.440	-0.176 -3.650***	0.011 0.200	-0.178 -3.690***	0.008 0.140	-0.172 -3.550***	0.006 0.110	-0.175 -3.650***	0.008 0.150
Idade	0.001 0.820	0.000 -0.040	0.001 0.490	0.001 1.320	0.001 0.500	0.001 1.330	0.001 1.070	0.002 1.640*	0.001 0.960	0.002 1.720*
Liquidez	-1.486 -9.720***	0.701 5.520***	-1.457 -9.520***	0.662 5.250***	-1.446 -9.460***	0.667 5.270***	-1.412 -9.220***	0.590 4.670***	-1.410 -9.210***	0.590 4.670***
Peso da Dívida	2.230 24.320***	1.581 19.180***	2.227 24.090***	1.580 19.580***	2.226 24.080***	1.582 19.590***	2.256 24.440***	1.657 19.810***	2.267 24.550***	1.658 19.820***
Maturidade do Activo Fixo	-0.001 -0.760	0.001 0.960	0.000 -0.360	0.000 0.290	0.000 -0.430	0.000 0.290	-0.001 -0.660	0.001 1.140	-0.001 -0.680	0.001 1.110
Maturidade do Activo Total	0.000 0.980	0.001 1.800*	0.000 1.200	0.000 1.480	0.000 1.190	0.000 1.430	0.000 1.280	0.001 2.040*	0.000 1.280	0.001 2.020**
Risco (Z)	-0.056 -4.640***	-0.109 -7.010***	-0.064 -4.990***	-0.078 -5.250***	-0.064 -5.000***	-0.077 -5.190***	-0.043 -3.800***	-0.076 -5.030***	-0.042 -3.720***	-0.075 -4.970***
Micro			-0.198 -2.830***	0.507 9.670***	0.122 1.050	0.645 7.000***				
Pequenas			0.025 0.460	0.282 7.370***	0.265 3.260***	0.266 4.510***				
Prop. Fam. * Micro					-0.506 -4.090***	-0.164 -1.780*				
Prop. Fam. * Pequenas					-0.437 -4.370***	0.008 0.110				
Indústria							0.221 2.700***	-0.487 -7.860***	-0.001 -0.010	-0.467 -4.190***
Construção							0.392 4.370***	-0.120 -1.760*	0.443 2.160**	-0.148 -1.120
Comércio							0.061 0.740	-0.439 -6.780***	-0.275 -1.490	-0.452 -3.820***
Serviços							-0.017 -0.200	-0.173 -2.610***	-0.455 -2.400**	-0.057 -0.480
Prop. Fam. * Indústria									0.276 -0.160	-0.024 -0.190
Prop. Fam. * Construção									-0.037 -0.160	0.033 0.220
Prop. Fam. * Comércio									0.412 2.030**	0.012 0.090
Prop. Fam. * Serviços									0.567 2.670***	-0.165 -1.160
Constante	-6.062 -42.750***	-2.525 -20.550***	-5.646 -29.950***	-3.521 -21.130***	-5.820 -30.400***	-3.542 -21.060***	-6.159 -38.880***	-2.348 -17.800***	-5.916 -27.470***	-2.349 -15.380***
Teste RESET	1.204	3.570*	0.154	0.114	0.235	0.256	0.335	1.047	0.174	0.759
Pseudo R2	17.60%	8.75%	17.70%	10.36%	17.78%	10.43%	17.83%	11.80%	17.90%	11.88%

Os resultados obtidos na primeira parte do modelo 2 apresentam uma relação negativa e estatisticamente significativa da *dummy* das micro empresas com o uso da dívida bancária de longo prazo. A segunda parte do modelo 2 apresenta uma relação positiva e significativa das duas *dummies* das classes dimensionais com a proporção da dívida bancária de longo prazo. Assim, as micro empresas tendem a usar menos dívida bancária de longo prazo e as empresas de menor dimensão (micro e pequenas) tendem a apresentar maior proporção desta fonte quando conseguem aceder à mesma. Estes resultados estão de acordo com os resultados obtidos por Ramalho e Silva (2009). A introdução da interacção da propriedade familiar com a classe dimensional revela serem as empresas de propriedade familiar de menor dimensão a recorrerem menos ao uso da dívida bancária de longo prazo entre as empresas que apresentam as mesmas características de controlo. Os resultados da segunda parte dos modelos indicam uma menor proporção da dívida bancária de longo prazo nas micro empresas familiares.

O sector da indústria e da construção apresentam uma relação positiva com o uso da dívida bancária de longo prazo. Contudo, todos os sectores incluídos nos modelos apresentam uma relação negativa com a determinação da sua proporção. Desta forma, estes sectores tendem a usar com maior frequência a dívida bancária de longo prazo mas em menores proporções comparativamente aos outros sectores não presentes nos modelos. A interacção do sector de actividade com a propriedade familiar apenas se revelou estatisticamente significativa nos sectores do comércio e dos serviços. Neste caso, a propriedade familiar das empresas destes sectores determina um maior uso da dívida bancária de maturidade longa. Este factor não se revelou significativo para a determinação da proporção.

Em relação às variáveis controlo, os resultados obtidos com a variável dimensão diferem dos resultados obtidos por Ramalho e Silva (2009). Estes autores obtiveram uma relação positiva com o uso da dívida de longo prazo e negativa com a determinação da sua proporção. Desta forma, o tipo da fonte parece ter influência no resultado, dado todos os modelos apresentarem uma relação positiva com o uso e a proporção da dívida bancária. Na segunda parte, esta variável apenas se revela significativa quando se incluem as *dummies* associadas à classe dimensional. Estes resultados significam que as maiores empresas tendem a usar mais frequentemente a dívida bancária de longo prazo e a dimensão constitui um factor determinante para acesso a maiores proporções de dívida. A variável rendibilidade apenas se apresenta estatisticamente significativa na determinação da proporção da dívida bancária,

registando-se uma relação positiva. Um incremento da rendibilidade significa maior acesso a maiores proporções de dívida bancária de longo prazo.

A existência de activos tangíveis significa uma maior utilização e proporção da dívida bancária de longo prazo. Este resultado comprova os argumentos apresentados na literatura financeira relativamente ao valor colateral deste tipo de activos. Um incremento da taxa de crescimento significa um menor uso da dívida bancária de longo prazo, não influenciando, contudo a proporção de dívida utilizada. A maturidade das empresas também não parece exercer uma influência significativa, quer sobre o uso quer sobre a proporção de dívida bancária de longo prazo. Uma maior existência de meios líquidos na empresa significa uma menor utilização da dívida bancária de longo prazo mas um acesso a maiores proporções de dívida. As duas variáveis associadas à maturidade do activo não se revelaram estatisticamente relevantes para a determinação do uso e da proporção da dívida bancária. Já no caso do risco, comprova-se o resultado de um maior risco significar um menor acesso ao uso e à proporção da dívida bancária de longo prazo.

O teste RESET permitiu validar a especificação da totalidade dos modelos a duas partes estimados, a um nível de significância de 5%. Apesar de esta subsecção apresentar um menor número de variáveis estatisticamente significativas comparativamente às secções anteriores, pode-se concluir por uma robustez significativa dos resultados estimados, dada a manutenção do sinal e da significância estatística dos coeficientes na maioria dos modelos estimados.

V.5. Impacto do Controlo Familiar sobre o Acesso à Dívida

Nesta secção procurou-se avaliar a existência de eventuais restrições no acesso à dívida bancária e ao *leasing*. Dadas as características do problema em estudo e dos dados disponíveis, optou-se por adoptar a seguinte abordagem ao estudo do problema do acesso das empresas ao mercado financeiro: a introdução dos dois lados intervenientes na decisão, isto é, o lado da procura e o lado da oferta. O processo de acesso aos fundos junto do mercado financeiro começa pela disponibilidade das empresas para procurarem esta fonte de financiamento, isto é, solicitarem fundos junto das instituições bancárias e locadoras. Caso as empresas solicitem esta forma de financiamento, surge o segundo momento que é a decisão das instituições financeiras de concederem dívida, ou não.

A metodologia do Modelo Probit Bivariado de Observabilidade Parcial desenvolvido por Poirier (1980) surge como uma especificação adequada às características do problema em estudo, conforme discutido no capítulo IV. Especificamente, está-se perante uma situação onde o valor 1 corresponde à procura e concessão da dívida bancária ou *leasing*. Deste modo, tem-se:

$$z_i = \begin{cases} 1 & \text{se } y_{i1} = 1 \text{ e } y_{i2} = 1 \\ 0 & \end{cases}$$

Entre as diferentes variantes do Modelo Probit Bivariado de Observabilidade Parcial, utilizaram-se o modelo de Poirier (1980) e o modelo de Abowd e Farber (1982) de forma a verificar se os dois modelos permitem obter resultados consistentes. Estas duas variantes foram estimadas no âmbito da dívida bancária total e *leasing* total. As variáveis explicativas adoptadas foram as mesmas que as utilizadas nas secções V.2. e V.3., com a introdução do factor risco apresentado na secção V.4. dado o *rating* de risco ser considerado um importante factor na decisão de concessão de dívida. O processo de estimação do Modelo Probit Bivariado de Observabilidade Parcial exige a existência de, pelo menos, uma variável explicativa diferente na determinação de y_{i1} e y_{i2} . Desta forma, as variáveis tangibilidade do activo e risco foram usadas na componente da concessão e a variável liquidez na componente da procura. Estas opções devem-se ao facto de se ter considerado que o valor colateral dos activos e o *rating* de risco da empresa determinam mais significativamente a decisão de concessão comparativamente à decisão de procura. E no caso da liquidez, pela situação inversa.

As tabelas nº 5.8 e 5.9 apresentam os resultados obtidos com a estimação dos modelos de Abowd e Farber (1982) e Poirier (1980), respectivamente, para a dívida bancária total. Os modelos comprovam a relevância estatística do factor propriedade familiar como importante determinante da procura de dívida bancária por parte das empresas. Todos apresentam uma relação positiva deste factor com a procura de dívida. Desta forma, entre as empresas com as mesmas características de controlo, as empresas de propriedade familiar apresentam uma maior probabilidade de procurarem dívida bancária. Contudo, os modelos parecem comprovar a existência de restrições de acesso à dívida destas empresas, principalmente no caso das empresas de menor dimensão. A maioria dos modelos revela uma relação negativa (estatisticamente significativa apenas nos modelos de Abowd e Farber, 1982) da propriedade familiar com a concessão de dívida.

Tabela nº 5.8 – Modelos Bivariados - Dívida Bancária Total – Abowd e Farber (1982)

Variável Dependente: Dummie = 1 se dívida bancária total > 0. Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Risco = coeficiente Z de Altman para as empresas não cotadas, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5	
	Procura	Concessão	Procura	Concessão	Procura	Concessão	Procura	Concessão	Procura	Concessão
Propriedade Familiar	0.612 15.411***	-0.280 -2.187**	0.622 14.809***	-0.257 -2.112**	0.622 7.708***	0.799 2.292**	0.553 14.286***	-0.284 -2.182**	0.369 2.551***	0.047 0.138
Dimensão	0.058 4.416***	0.634 27.868***	0.032 1.950*	0.633 25.824***	0.032 1.747***	0.661 25.086***	0.055 4.128***	0.659 26.280***	0.056 4.273***	0.664 26.082***
Rendibilidade	0.002 0.055	0.099 1.030	0.002 0.056	0.092 1.169	0.003 0.072	0.094 1.142	0.001 0.045	0.142 1.133	0.002 0.055	0.133 1.016
Tangibilidade do Activo		0.164 2.315***	0.452 8.463***	0.142 2.067**		0.198 2.769***		0.259 3.145***		0.255 3.086***
Taxa de Crescimento	0.432 8.307***	-0.204 -6.751***		-0.204 -6.652***	0.439 8.093***	-0.207 -6.543***	0.427 8.395***	-0.222 -7.059***	0.425 8.379***	-0.222 -6.907***
Idade	-0.113 -5.458***	0.002 0.203	0.000 0.491	-0.012 -7.936***	-0.120 -5.695***	0.002 0.181	-0.110 -5.391***	0.002 0.183	-0.113 -5.550***	0.002 0.185
Liquidez	-2.638 -33.007***		-2.690 -31.473**		-2.633 -30.964***		-2.517 -33.017***		-2.508 -33.070***	
Risco (Z)		-0.006 -19.896***		-0.006 -20.352***		-0.006 -18.137***		-0.006 -19.162***		-0.006 -14.851***
Micro			-0.028 -0.424	-0.016 -0.066	-0.171 -1.864*	1.344 4.540***				
Pequenas			-0.005 -0.110	-0.031 -0.131	-0.025 -0.343	0.726 2.410**				
Prop. Fam. * Micro					-0.010 -0.098	-1.213 -3.164***				
Prop. Fam. * Pequenas					-0.090 -0.926	-0.647 -1.634*				
Indústria							0.060 0.810	-0.038 -0.398	-0.066 -0.524	0.063 0.163
Construção							0.296 3.466***	-0.011 -0.108	0.461 2.926***	-0.079 -0.193
Comércio							0.002 0.031	0.071 0.769	-0.133 -1.059	0.660 1.537
Serviços							-0.207 -2.814***	0.214 2.200**	-0.339 -2.663***	0.498 1.226
Prop. Fam. * Indústria									0.234 1.504	-0.202 -0.501
Prop. Fam. * Construção									-0.195 -1.049	0.051 0.122
Prop. Fam. * Comércio									0.224 1.476	-0.684 -1.547
Prop. Fam. * Serviços									0.237 1.525	-0.385 -0.915
Constante	0.994 13.758***	1.831 12.131***	0.496 2.989***	-2.391 -7.748***	1.127 10.857***	0.671 2.597***	0.607 4.066***	-2.730 -14.089***	0.706 3.956***	-3.000 -8.643***
Teste LR	533.876***		460.714***		392.204***		534.534***		527.116***	
McFadden Pseudo R ²	19.44%		19.54%		19.49%		19.70%		19.75%	

Nos modelos onde foram introduzidas as *dummies* de interacção da propriedade familiar com a classe dimensional (modelos 3) obtém-se uma relação positiva da concessão de dívida bancária com a propriedade familiar das empresas, mostrando que a relação negativa encontrada nos outros modelos se deve essencialmente ao facto da maior parte das empresas

familiares serem micro empresas. Desta forma, estes resultados parecem comprovar a existência de restrições na obtenção de dívida das empresas familiares de menor dimensão comparativamente às suas congêneres não familiares, assumindo os mesmos valores para os atributos de controlo.

Tabela nº 5.9 – Modelos Bivariados - Dívida Bancária Total – Poirier (1980)

Variável Dependente: Dummie = 1 se dívida bancária total > 0. Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Risco = coeficiente Z de Altman para as empresas não cotadas, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5	
	Procura	Concessão								
Propriedade Familiar	0.604 15.730***	-0.088 -0.860	0.607 15.610***	-0.086 -0.850	0.586 7.780***	0.784 2.530***	0.553 14.530***	-0.109 -1.040	0.508 3.310***	-0.152 -0.470
Dimensão	0.017 1.050	0.645 34.220***	0.005 0.260	0.649 27.770***	-0.008 -0.400	0.654 27.160***	0.017 1.090	0.659 30.000***	0.054 4.400***	0.621 30.470***
Rendibilidade	0.002 0.250	0.091 2.080**	0.002 0.270	0.090 2.070**	0.002 0.290	0.084 2.140**	0.001 0.170	0.112 1.670*	0.006 0.470	0.447 2.290**
Tangibilidade do Activo		0.176 2.530**		0.176 2.510**		0.192 2.750***		0.264 3.340***		-0.233 -2.610***
Taxa de Crescimento	0.408 6.420***	-0.168 -5.390***	0.413 6.370***	-0.168 -5.380***	0.417 6.260***	-0.165 -5.260***	0.404 6.490***	-0.175 -5.430***	0.265 5.300***	-0.151 -4.400***
Idade	-0.017 -0.600	-0.176 -5.730***	-0.022 -0.770	-0.171 -5.580***	-0.030 -0.990	-0.160 -5.130***	-0.024 -0.840	-0.171 -5.360***	-0.002 -1.960*	-0.008 -4.930***
Liquidez	-2.924 -33.180***		-2.935 -31.160***		-2.951 -30.100***		-2.805 -31.340***		-2.633 -32.100***	
Risco (Z)		-0.006 -5.790***		-0.006 -5.780***		-0.006 -5.870***		-0.006 -5.800***		-0.057 -15.340***
Micro			-0.070 -1.000	0.073 0.360	-0.182 -1.910*	0.981 3.750***				
Pequenas			-0.060 -1.210	0.070 0.360	-0.055 -0.800	0.550 2.150**				
Prop. Fam. * Micro					0.074 0.660	-1.025 -3.060***				
Prop. Fam. * Pequenas					-0.050 -0.540	-0.585 -1.700*				
Indústria							0.003 0.040	0.057 0.680	-0.060 -0.500	0.049 0.120
Construção							0.279 2.910***	0.060 0.670	0.511 3.320***	-0.173 -0.460
Comércio							-0.044 -0.530	0.132 1.660*	-0.091 -0.750	0.277 0.730
Serviços							-0.224 -2.640***	0.177 2.160**	-0.375 -3.110***	50.188 0.780
Prop. Fam. * Indústria									0.138 0.850	-0.053 -0.130
Prop. Fam. * Construção									-0.301 -1.560	0.232 0.600
Prop. Fam. * Comércio									0.110 0.690	-0.219 -0.570
Prop. Fam. * Serviços									0.184 1.150	-50.010 -0.780
Constante	0.828 9.560***	1.937 13.070***	0.901 8.540***	1.856 7.410***	0.987 8.290***	1.071 4.210***	0.873 7.550***	1.855 10.440***	0.075 0.340	-6.719 -16.980***
Teste LR	674.242***		569.144***		528.448***		666.032***		834.182***	
McFadden Pseudo R ²	18.72%		18.46%		18.30%		18.60%		19.04%	

Os resultados parecem revelar o sector de actividade como possível determinante da procura e concessão de dívida bancária em casos específicos. Nomeadamente, as empresas do sector da construção tendem a procurar mais dívida bancária, enquanto ocorre o oposto para as empresas do sector dos serviços. No entanto, este último sector parece apresentar menores restrições na obtenção deste tipo de fundos. A interacção da propriedade familiar com o sector de actividade não se revelou um determinante significativo na influência da procura e obtenção de dívida bancária.

Nesta secção utilizou-se o teste de especificação do modelo bivariado com observações parciais adoptado por Heywood e Mohanty (1993), nomeadamente o teste ao rácio da máxima verosimilhança (teste LR) entre o modelo probit e o probit bivariado. A rejeição da hipótese nula em todos os modelos da dívida bancária indica uma melhor adequação do modelo que considera a existência da componente da procura e da concessão comparativamente ao modelo que apenas considera o uso, ou não, da dívida. Em relação à robustez, pode-se dizer que esta é significativa quando se analisam os resultados estimados dentro de cada metodologia (Poirier, 1980 ou Abowd e Farber, 1982) e se observa um número elevado de variáveis significativas e a manutenção dos sinais dos coeficientes.

As tabelas nº 5.10 e 5.11 apresentam os resultados obtidos com a estimação dos modelos de Abowd e Farber (1982) e Poirier (1980), respectivamente, para o *leasing* total. Os resultados apresentam o factor propriedade familiar como um importante determinante da procura de *leasing* ao observar-se em todos os modelos uma relação positiva desta variável com a procura do *leasing* como fonte de financiamento. Os modelos estimados revelam a não existência de restrições no acesso a esta fonte pelas empresas familiares. A grande maioria dos modelos apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa desta variável com a concessão.

À semelhança do que ocorreu para a dívida bancária, os resultados dos modelos do *leasing* apresentam uma menor procura do *leasing* pelas micro empresas. A tabela nº 4.11 evidenciou serem estas as empresas a usarem menos frequentemente esta fonte de financiamento. Por outro lado, a propriedade familiar diminui a probabilidade das pequenas empresas procurarem esta fonte de financiamento. No entanto, nem a classe dimensional nem a interacção deste factor com a propriedade familiar se revelaram significativos para determinação da obtenção de financiamento através do *leasing*.

Tabela nº 5.10 – Modelos Bivariados - Leasing Total – Abowd e Farber (1982)

Variável Dependente: Dummie = 1 se leasing total > 0. Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Risco = coeficiente Z de Altman para as empresas não cotadas, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5	
	Procura	Concessão								
Propriedade Familiar	0.233 7.435***	0.298 4.107***	0.226 7.018***	0.307 4.096***	0.333 5.012***	0.285 1.350	0.240 7.544***	0.270 3.617***	0.323 3.350***	0.718 1.244
Dimensão	0.317 43.234***	0.208 12.166***	0.264 27.630***	0.210 9.682***	0.281 29.236***	0.203 9.235***	0.315 41.648***	0.202 11.556***	0.316 41.531***	0.202 11.533***
Rendibilidade	-0.009 -0.952	0.014 0.453	-0.007 -0.780	0.013 0.439	-0.007 -0.769	0.014 0.432	-0.010 -1.116	0.013 0.457	-0.010 -1.119	0.015 0.515
Tangibilidade do Activo		26.455 20.302***		24.842 19.500***		26.499 19.514***		26.124 20.136***		25.699 20.238***
Taxa de Crescimento	0.243 8.795***	-0.157 -3.642***	0.294 11.082***	-0.171 -4.033***	0.249 9.002***	-0.162 -3.757***	0.243 8.726***	-0.150 -3.524***	0.243 8.717***	-0.150 -3.550***
Idade	-0.271 -15.923***	0.003 0.058	-0.004 -25.887***	-0.009 -4.995***	-0.281 -16.383***	0.003 0.058	-0.264 -15.361***	0.003 0.057	-0.266 -15.497***	0.002 0.055
Liquidez	-0.653 -12.356***		-0.693 -13.099***		-0.649 -12.256***		-0.639 -11.905***		-0.638 -11.838***	
Risco (Z)		-0.022 -6.336***		-0.024 -7.081***		-0.022 -6.142***		-0.023 -6.925***		-0.024 -6.955***
Micro			-0.103 -2.097**	-0.082 -0.641	-0.126 -1.720*	-0.064 -0.395				
Pequenas			0.044 1.039	0.032 0.290	0.124 1.987**	0.025 0.183				
Prop. Fam. * Micro					-0.091 -1.103	0.046 0.193				
Prop. Fam. * Pequenas					-0.174 -2.193**	0.042 0.182				
Indústria							0.228 5.580***	0.095 0.434	0.290 2.942***	0.367 0.665
Construção							0.253 5.223***	0.078 0.366	0.439 3.357***	0.788 1.430
Comércio							0.120 3.056***	0.025 0.119	0.232 2.314**	0.255 0.475
Serviços							0.229 5.533***	-0.033 -0.155	0.283 2.765***	0.383 0.709
Prop. Fam. * Indústria									-0.072 -0.669	-0.298 -0.494
Prop. Fam. * Construção									-0.203 -1.449	-0.829 -1.389
Prop. Fam. * Comércio									-0.130 -1.198	-0.249 -0.426
Prop. Fam. * Serviços									-0.060 -0.540	-0.488 -0.829
Constante	1.226 22.529***	-0.544 -4.100***	-1.232 -12.371***	-1.740 -7.187***	1.271 17.900***	-0.523 -2.968	-1.148 -14.310***	-1.943 -7.378***	-1.220 -11.061***	-2.321 -4.205***
Teste LR	1209.948***		963.616***		1103.170***		1164.376***		1170.322***	
McFadden Pseudo R ²	18.79%		18.41%		18.97%		18.97%		17.490%	

Os resultados dos modelos apresentam uma maior propensão dos sectores de actividade presentes nos modelos para procurarem mais o *leasing* como fonte de financiamento comparativamente aos restantes sectores. Contudo, os resultados não indiciam nenhuma

relevância do sector de actividade e da sua interacção com a propriedade familiar na determinação da obtenção de financiamento através desta fonte.

Tabela nº 5.11 – Modelos Bivariados - Leasing Total – Poirier (1980)

Variável Dependente: Dummie = 1 se leasing total > 0. Variáveis Independentes: Propriedade familiar = 1 se empresa for de propriedade familiar, Dimensão = logaritmo natural das vendas, Rendibilidade = EBIT sobre o volume de negócios, Tangibilidade do activo = imobilizado corpóreo sobre activo total, Taxa de crescimento = activo total do ano n sobre o activo total do ano n-1, Idade = número de anos desde a constituição, Liquidez = disponibilidades sobre o activo total, Risco = coeficiente Z de Altman para as empresas não cotadas, Dummies classes dimensionais e sectores de actividade. Nível de significância: *** -1%, ** - 5% e * - 10%.

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5	
	Procura	Concessão								
Propriedade Familiar	0.223 7.030***	0.177 2.560***	0.216 6.690***	0.201 2.810***	0.319 4.650***	0.209 1.000	0.230 7.120***	0.158 2.270**	0.315 3.080***	0.622 1.240
Dimensão	0.320 39.360***	0.069 2.470**	0.285 27.100***	0.066 2.070**	0.285 27.080***	0.067 2.070**	0.317 37.760***	0.066 2.390**	0.319 37.530***	0.063 2.340**
Rendibilidade	-0.009 -1.170	0.014 1.050	-0.007 -1.180	0.014 1.050	-0.007 -1.180	0.014 1.050	-0.010 -1.210	0.014 1.050	-0.010 -1.210	0.015 1.150
Tangibilidade do Activo		21.310 10.810***		21.361 10.540***		21.406 10.510***		20.864 10.350***		20.162 10.050***
Taxa de Crescimento	0.224 6.680***	-0.159 -3.760***	0.230 6.860***	-0.165 -3.870***	0.230 6.850***	-0.165 -3.880***	0.224 6.630***	-0.154 -3.630***	0.224 6.600***	-0.154 -3.640***
Idade	-0.272 -15.300***	0.085 1.970*	-0.283 -15.810***	0.093 2.100**	-0.283 -15.820***	0.093 2.090**	-0.264 -14.700***	0.085 1.970*	-0.264 -14.630***	0.077 1.790*
Liquidez	-0.543 -9.810***		-0.542 -9.770***		-0.541 -9.750***		-0.526 -9.310***		-0.520 -9.160***	
Risco (Z)		-0.018 -3.930***		-0.018 -3.820***		-0.017 -3.810***		-0.019 -4.140***		-0.019 -4.200***
Micro			-0.161 -3.240***	-0.041 -0.340	-0.131 -1.700*	-0.040 -0.260				
Pequenas			0.015 0.350	-0.012 -0.110	0.118 1.820*	-0.057 -0.430				
Prop. Fam. * Micro					-0.083 -0.960	-0.025 -0.110				
Prop. Fam. * Pequenas					-0.168 -2.030**	0.026 0.110				
Indústria							0.240 5.690***	-0.095 -0.460	0.307 2.900***	0.198 0.410
Construção							0.269 5.350***	-0.120 -0.600	0.469 3.240***	0.563 1.170
Comércio							0.133 3.290***	-0.116 -0.590	0.259 2.410**	0.146 0.310
Serviços							0.239 5.640***	-0.180 -0.900	0.294 2.710***	0.255 0.550
Prop. Fam. * Indústria									-0.076 -0.660	-0.316 -0.600
Prop. Fam. * Construção									-0.215 -1.400	-0.796 -1.510
Prop. Fam. * Comércio									-0.144 -1.250	-0.282 -0.550
Prop. Fam. * Serviços									-0.061 -0.520	-0.501 -0.980
Constante	1.235 21.290***	-0.270 -1.990*	1.333 19.030***	-0.258 -1.510	1.283 17.090***	-0.245 -1.400	1.021 14.850***	-0.116 -0.480	0.948 8.820***	-0.482 -1.010
Teste LR	1260.406***		1204.590***		1151.522***		1215.814***		1223.776***	
McFadden Pseudo R ²	20.25%		20.03%		20.04%		20.13%		20.160%	

Em relação à análise das variáveis de controlo, todos os modelos sugerem uma maior procura de dívida bancária por parte das empresas de maior dimensão. Este factor é também estatisticamente significativo para a determinação da concessão de dívida bancária em todos os modelos. Assim, as empresas de maior dimensão terão maior probabilidade de lhes ser concedido o financiamento solicitado. Este resultado comprova os argumentos da literatura financeira sobre a dificuldade de acesso ao mercado financeiro pelas empresas de menor dimensão. No caso do *leasing* verifica-se de forma significativa uma maior procura e menores restrições no acesso a esta fonte de financiamento pelas empresas de maior dimensão.

O factor rendibilidade apenas se apresenta relevante para a determinação da concessão de dívida bancária na variante de Poirier (1980), onde se observa uma relação positiva. Estes resultados comprovam o argumento da literatura financeira das instituições financeiras concederem fundos às empresas que revelam menor probabilidade de incumprimento das suas obrigações, dado conseguirem gerar fluxos de caixa. No caso dos modelos do *leasing*, a relevância estatística desta variável nunca ocorre.

Os resultados associados à tangibilidade do activo comprovam, de forma significativa, o argumento da literatura financeira do seu valor colateral permitir o acesso, em melhores condições, à dívida junto das instituições financeiras. As empresas em crescimento apresentam uma maior probabilidade de procurar dívida bancária e *leasing* mas são estas que sofrem mais restrições no acesso a estas fontes, dado se observar uma relação negativa desta variável com a concessão de dívida.

As empresas com elevados meios monetários e mais maduras tendem a apresentar uma menor probabilidade de procurarem dívida dado disporem de fundos suficientes. Porém, as empresas mais maduras parecem apresentar mais restrições no acesso à dívida financeira. Seria expectável um resultado contrário dado o efeito reputação. Esta restrição pode ser justificada pela presença em fases do ciclo de vida mais maduros e perto do declínio da actividade. Os resultados comprovam ainda que as empresas com elevados *ratings* de risco terão mais dificuldades em obter financiamento junto das instituições financeiras.

O resultado do teste LR entre o modelo probit e o probit bivariado leva à rejeição da hipótese nula em todos os modelos. Assim, à semelhança do que ocorreu nos modelos da dívida bancária, este resultado indica uma melhor adequação do modelo que considera a existência

da componente da procura e da concessão comparativamente ao modelo que apenas considera o uso, ou não, do *leasing*. Em relação à robustez, também se pode dizer que esta é significativa quando se analisam os resultados estimados dentro de cada metodologia (Poirier, 1980 ou Abowd e Farber, 1982).

V.6. Resumo

Neste capítulo procurou-se avaliar a forma como a propriedade familiar, a classe dimensional e o sector de actividade influenciam a decisão de financiamento em quatro aspectos: i) na definição da estrutura de capitais, ii) na escolha das fontes de dívida, iii) na definição da maturidade da dívida, bem como, no uso e na proporção da dívida de longo prazo e, por fim, iv) no acesso ao mercado da dívida.

Os resultados dos modelos estimados no âmbito da primeira abordagem permitiram comprovar o factor propriedade familiar como relevante na determinação da estrutura de capitais. A propriedade familiar incrementa, entre as empresas com as mesmas características, a probabilidade de recorrer à dívida. Contudo, este aspecto parece ocorrer essencialmente nas empresas de maior dimensão, dados os resultados apresentarem uma menor probabilidade das micro empresas de propriedade familiar recorrerem à dívida. Estes aspectos revelam a importância do factor propriedade familiar, dado os resultados terem apresentado uma maior probabilidade das micro e pequenas empresas recorrerem à dívida entre as empresas com as mesmas características. Nos modelos também foi possível observar a influência dos sectores económicos na definição da estrutura de capitais. Os sectores da indústria, construção e comércio apresentam maior probabilidade de recorrerem à dívida. No entanto, a propriedade familiar das empresas da construção, comércio e serviços diminui o peso da dívida.

Na definição da escolha das fontes, os modelos estimados comprovam os resultados obtidos no âmbito da primeira abordagem, isto é, a maior probabilidade das empresas de propriedade familiar recorrerem à dívida de ambos os tipos (bancária e *leasing*), não sendo possível destringir, nestes modelos, diferenças entre as duas fontes. As micro e as pequenas empresas tendem a apresentar uma maior probabilidade de recorrer à dívida bancária, entre as empresas com as mesmas características de controlo. Contudo, caso estas empresas sejam de propriedade familiar, a situação inverte-se. Neste caso, existe uma menor probabilidade de recorrerem à dívida bancária. Os quatro sectores de actividade presentes nos modelos apresentam uma maior probabilidade de recorrerem ao *leasing* ou a uma combinação das duas

fontes. No entanto, os resultados parecem apresentar uma relação positiva da propriedade familiar das empresas do sector da indústria, comércio e serviços com a dívida bancária e uma relação negativa deste tipo de empresas quando não são familiares.

Na definição da escolha da maturidade da dívida, os modelos estimados com o logit multinomial também comprovam os resultados obtidos no âmbito das abordagens anteriores, nomeadamente, a maior probabilidade das empresas de propriedade familiar recorrerem à dívida, de ambas as maturidades, em vez de não procurarem recorrer a estas fontes. Nestes modelos, não é possível destringer diferenças entre a escolha das duas maturidades. No mesmo sentido, também se observa a maior probabilidade das empresas das classes dimensionais menores recorrerem à dívida de ambas as maturidades e uma relação negativa da propriedade familiar das micro e pequenas empresas com a dívida de ambas as maturidades, no caso das primeiras, e com a combinação de ambas as maturidades, no caso das segundas. Os sectores de actividade presentes nos modelos apresentam uma relação positiva com a dívida de maturidade longa ou uma combinação de maturidades.

Os resultados dos modelos de regressão para dados fraccionários comprovam a maior probabilidade das empresas de propriedade familiar recorrerem à dívida bancária e *leasing* de longo prazo, mantendo todas as outras características, entre as empresas que recorrem à dívida. Entre as empresas que recorrem à dívida e mantendo-se, igualmente, todas as restantes características, as micro e as pequenas empresas tendem a recorrer a uma maior proporção da dívida bancária e *leasing* de longo prazo. O contrário ocorre quando as micro empresas são de propriedade familiar. Neste caso, estas empresas recorrem a uma maior proporção da dívida bancária e *leasing* de curto prazo.

Os modelos a duas partes acrescentam alguma clarificação ao processo da decisão ao apresentarem a forma como as diversas variáveis determinam o uso e a proporção da dívida bancária de longo prazo. Os modelos estimados apresentam uma maior relevância da propriedade familiar na determinação do uso da dívida bancária de longo prazo comparativamente à sua proporção no financiamento do activo total. A propriedade familiar das micro empresas leva-as a usarem menos frequentemente e em menor proporção a dívida bancária de longo prazo.

Os resultados associados ao estudo do acesso das empresas ao mercado financeiro comprovam a existência de restrições no acesso à dívida bancária pelas empresas de propriedade familiar, principalmente nas empresas de menor dimensão. Esta situação já não se verifica no acesso ao *leasing*.

CAPÍTULO VI – CONCLUSÕES E DESENVOLVIMENTOS FUTUROS

VI.1. Conclusões

Na realização deste trabalho procurou-se compreender a forma como a propriedade familiar do capital determina a decisão de financiamento nas quatro principais fases do processo de decisão: i) estrutura de capitais, ii) fontes de dívida, iii) maturidade, e iv) acesso ao mercado. Estas quatro abordagens ao processo da decisão de financiamento constituíram os quatro principais objectivos a alcançar no desenvolvimento deste trabalho de investigação. A concretização destes objectivos foi realizada através da resposta a um conjunto de questões que se investigaram de forma a concretizar algumas contribuições para a literatura financeira das empresas de propriedade familiar.

Este trabalho procura suprimir a lacuna existente ao nível do estudo da decisão de financiamento das empresas portuguesas de propriedade familiar, dado apenas existirem, até ao momento, o trabalho de Correia (2008) e Serrasqueiro *et al* (2010). O primeiro destes trabalhos apenas analisou 68 empresas associadas da Associação Portuguesa de Empresas Familiares, enquanto que o segundo trabalho utilizou uma amostra contendo 614 PME's de propriedade familiar.

Na concretização dos objectivos desta tese foram utilizadas metodologias econométricas apropriadas ao problema em estudo, isto é, às diferentes abordagens adoptadas no estudo da decisão de financiamento e às características das variáveis representativas da decisão de financiamento. Entre outros, destaca-se o uso do modelo de regressão para dados fraccionários, o qual responde adequadamente às características do rácio da dívida, limitado entre o valor 0 e 1, o que significa que os efeitos das variáveis explicativas não podem ser constantes ao longo deste intervalo. Estes modelos foram também usados para analisar, separadamente, a decisão de financiamento em dois momentos: usar, ou não, dívida e, posteriormente, a decisão sobre a sua proporção, caso a decisão tenha recaído sobre a sua utilização. Como o decisor na empresa dispõe de diversas alternativas de financiamento, ao nível das fontes e maturidade da dívida, utilizou-se também o modelo logit multinomial, o qual permite incorporar essas alternativas e apresentar a forma como cada factor influencia a escolha de cada uma delas. Por fim, os modelos bivariados com observações parciais permitiram incorporar os dois lados da decisão de financiamento: a procura e a oferta. As empresas poderão recorrer à dívida mas estão sempre dependentes de uma resposta positiva das instituições financeiras. Estes modelos têm a vantagem de se adequarem às limitações

apresentadas pelos dados disponíveis, os quais apenas apresentam as empresas que procuraram dívida e obtiveram uma resposta positiva, não sendo possível discernir os restantes três cenários: as empresas não procuram dívida, as empresas procuraram dívida mas esta não lhes foi concedida e o terceiro cenário, mais teórico, a dívida foi concedida mas as empresas optaram por não a usar.

Nesta tese obteve-se a comprovação do factor propriedade familiar como importante determinante da decisão sobre a estrutura de capitais. Os resultados obtidos comprovaram que, entre empresas com as mesmas características ao nível da dimensão, maturidade, rendimento, tangibilidade do activo, taxa de crescimento e liquidez, as empresas detidas pela família tendem a apresentar uma maior probabilidade de apresentarem um maior peso da dívida na sua estrutura de capitais comparativamente às empresas não familiares. Estes resultados contradizem a corrente da literatura financeira defensora de um menor endividamento deste tipo de empresas resultante da sua maior aversão à dívida, a qual é tradicionalmente justificada com a aversão dos responsáveis destas empresas ao risco financeiro e à perda de controlo, bem como com uma forte preocupação com a passagem da empresa às gerações seguintes. Estes resultados comprovam os argumentos da corrente defensora de uma postura semelhante ou mesmo, mais pró-activa, destas empresas perante a utilização de dívida. As razões apontadas têm sido a maturidade e a hierarquia das fontes de financiamento. No primeiro caso, uma menor maturidade das empresas significa uma menor acumulação de fundos internos porque possuem menos anos de actividade, levando a uma maior procura de dívida e no segundo, os fundos internos não sendo suficientes, as empresas familiares preferem a dívida a recorrer ao mercado de capitais.

O factor propriedade familiar também se mostrou ser um factor determinante da decisão sobre a escolha dos diferentes tipos de dívida. Os resultados obtidos indicaram uma maior probabilidade das empresas de propriedade familiar recorrerem aos dois tipos de dívida (bancária e *leasing*), comparativamente a não recorrer, entre as empresas com as mesmas características. Nos modelos não foi possível destringer diferenças na escolha entre a dívida bancária e o *leasing*. A literatura aponta três aspectos relevantes sobre as empresas familiares: i) a sua aversão à dívida financeira, preferindo os fundos internos; ii) a sua preferência pela dívida com menor risco; e iii) um comportamento semelhante às empresas não familiares em relação à dívida. Desta forma, os resultados obtidos nesta tese comprovam o terceiro aspecto, não sendo possível concluir sobre o segundo. No entanto, observa-se um maior peso da dívida

bancária na estrutura de capitais das empresas da amostra comparativamente ao peso do *leasing*.

A propriedade familiar também se apresentou como factor determinante da maturidade da dívida, especificamente, bancária e *leasing*. Esta relevância ocorreu nas três abordagens usadas para estudar a influência da propriedade familiar sobre a decisão de maturidade da dívida. Os resultados associados aos modelos logit multinomiais apresentaram uma maior probabilidade das empresas de propriedade familiar recorrerem à dívida de ambas as maturidades, comparativamente a não o fazer, entre as empresas com as mesmas características de controlo. Nestes modelos não foi possível apresentar diferenças ao nível da determinação das duas maturidades, isto é, a preferência por dívida de uma dada maturidade em relação a outra. Os resultados dos modelos de regressão para dados fraccionários demonstraram que, entre empresas com as mesmas características de controlo e utilizadoras de dívida, as empresas de propriedade familiar apresentam uma maior probabilidade de deterem maior proporção de dívida de longo prazo. No caso dos modelos a duas partes, também se comprova a maior probabilidade das empresas de propriedade familiar utilizarem mais a dívida bancária de longo prazo e de deterem maior proporção em relação ao activo total, comparativamente às empresas com as mesmas características mas não detidas pela família. No entanto, a relevância estatística do factor propriedade familiar é mais acentuada na determinação do uso da dívida bancária de longo prazo comparativamente à proporção desta fonte.

Os modelos bivariados permitiram analisar a forma como a propriedade familiar influencia a decisão de procurar dívida e a sua concessão. Os resultados obtidos comprovaram o factor propriedade familiar como importante determinante na procura de dívida bancária e do *leasing*. De facto, os modelos revelam que este factor incrementa a probabilidade da procura de dívida entre as empresas com as mesmas características. Contudo, os resultados dos modelos também comprovam que as empresas de propriedade familiar estão expostas a restrições no acesso à dívida bancária. Entre as empresas com as mesmas características de controlo, as empresas de propriedade familiar apresentam uma maior probabilidade de não lhes ser concedido o financiamento bancário. No caso do *leasing*, ocorre o contrário, pois as empresas de propriedade familiar têm uma maior probabilidade de lhes ser concedido este tipo de financiamento.

Nesta tese também se procurou analisar a forma como a influência da propriedade familiar sobre as quatro fases da decisão de financiamento é determinada pela classe dimensional e pelo sector de actividade onde a empresa se encontra inserida. Desta forma, foram introduzidas nos modelos econométricos variáveis *dummies* representativas da classe dimensional, do sector de actividade e da interacção destes dois factores com a propriedade familiar.

Os resultados obtidos nos modelos permitem comprovar o factor classe dimensional como relevante determinante das quatro fases da decisão de financiamento: estrutura de capitais, fontes de dívida, maturidade da dívida e acesso à dívida. Entre empresas com as mesmas características, as empresas classificadas como micro e pequenas apresentam uma maior probabilidade de apresentarem um maior peso da dívida na sua estrutura de capitais. Este aspecto também foi comprovado para a escolha da dívida bancária. Estas empresas apresentam uma maior probabilidade de escolherem a dívida bancária, mantendo-se as mesmas características de controlo. No caso do *leasing*, este comportamento ocorre apenas nas micro empresas. Também são as micro e as pequenas empresas a apresentar, entre as empresas com as mesmas características de controlo, uma maior probabilidade de escolherem o uso da dívida de ambas as maturidades, comparativamente a não o fazer. Entre as empresas com o uso de dívida bancária e com as mesmas características de controlo, as micro e as pequenas empresas tendem a apresentar uma maior proporção da dívida bancária de longo prazo em relação à dívida bancária total. No caso do *leasing*, este comportamento também ocorre para as pequenas empresas porque, em relação a esta fonte de financiamento, as micro empresas tendem a apresentar uma maior proporção de dívida de curto prazo. Contudo, entre as empresas com as mesmas características de controlo, as micro e as pequenas empresas tendem a procurar menos dívida bancária e *leasing*. No entanto, comprova-se que as micro empresas enfrentam maiores restrições no acesso à dívida bancária e *leasing*.

A introdução das variáveis de interacção entre a propriedade familiar e a classe dimensional permitiu comprovar que as micro empresas familiares tendem a apresentar uma menor proporção de dívida na sua estrutura de capitais. Neste caso, é comprovado o argumento existente na literatura financeira sobre o menor endividamento das empresas familiares. Os resultados também permitiram comprovar que as micro e as pequenas empresas familiares apresentam uma menor probabilidade de recorrer à dívida bancária ou a um misto das duas fontes de financiamento, dívida bancária e *leasing*, em ambas as maturidades, em detrimento

de não recorrer, entre as empresas com as mesmas características de controlo. Assim estas empresas terão de recorrer a outras fontes de financiamento alternativas. Em relação à maturidade da dívida, as micro empresas familiares apresentam uma menor proporção da dívida bancária e *leasing* de longo prazo, entre as empresas com as mesmas características e utilizadoras destas fontes. Neste caso, estas empresas tendem a apresentar uma maior proporção da dívida de curto prazo. De facto, os resultados dos modelos a duas partes comprovaram um menor uso de dívida de maturidade longa nestas empresas e uma menor proporção desta fonte na sua estrutura de capitais. Os resultados também comprovaram serem as micro empresas familiares a apresentarem maiores probabilidades de sofrerem restrições no acesso à dívida bancária. Estes resultados comprovam os argumentos da literatura financeira sobre as restrições das empresas de menor dimensão no acesso ao mercado financeiro e, neste, à dívida de maturidade longa.

Os resultados dos modelos comprovam a influência da interacção entre o sector de actividade com a propriedade familiar na determinação da decisão de financiamento. Os resultados revelaram que entre as empresas com as mesmas características, as pertencentes ao sector dos serviços e sendo detidas pela família, tendem a deter menor dívida na sua estrutura de capitais. As empresas do sector da indústria, comércio e serviços detidas pelas familiares apresentam uma maior probabilidade de escolherem a dívida bancária ou um misto de dívida bancária e *leasing*. No entanto, estas empresas tendem a apresentar uma menor proporção da dívida bancária de longo prazo na estrutura da dívida. No caso das empresas industriais familiares, é apresentada uma maior proporção do *leasing* de longo prazo na estrutura desta fonte. E as empresas de serviços detidas por famílias, tendem a usar mais dívida bancária de longo prazo mas em menores proporções comparativamente às restantes empresas. Contudo, os resultados não apresentam a interacção entre a propriedade familiar e o sector de actividade como estatisticamente relevante para a determinação do acesso das empresas ao mercado financeiro.

A comprovação das hipóteses, a realização dos objectivos e das contribuições permite terminar este trabalho confirmando a formulação da seguinte tese: “***A propriedade familiar do capital das empresas afecta o processo de decisão de financiamento, particularmente, a escolha da estrutura de capitais, fontes de financiamento, maturidade da dívida e a forma de acesso ao mercado financeiro.***”

VI.2. Desenvolvimentos Futuros

Em termos de propostas para investigação e desenvolvimentos futuros, seria importante a realização de inquéritos junto das empresas familiares para se tornar mais um elemento de comprovação da tese formulada. A auscultação directa dos responsáveis das empresas pode permitir a obtenção de elementos informativos adicionais, quantitativos e qualitativos, não presentes no tipo de base de dados usada para o desenvolvimento deste trabalho de investigação. Por exemplo, a informação recolhida poderá permitir diferentes classificações ou definições das empresas familiares e, desta forma, realizar contributos adicionais para este campo de investigação.

Outro futuro caminho de investigação sobre o processo da decisão de financiamento das empresas de propriedade familiar poderá ser a comparação entre países com diferentes características do mercado de capitais. A relação do sistema legal de diferentes países com a gestão financeira das empresas tem emergido em diferentes vertentes da literatura financeira, tais como, o desenvolvimento do sistema financeiro, a propriedade das empresas, o crescimento económico e a avaliação de empresas. A literatura sugere que um sistema legal eficiente contribui para a redução da magnitude das imperfeições de mercado resultantes dos problemas de agência e de assimetria de informação entre as entidades internas e externas às empresas (Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 1998). O sistema legal resulta em diferenças ao nível da liquidez do mercado de capitais e de dívida (La Porta et al, 1997, 1999 e 2000). Desta forma, poder-se-ia clarificar a forma como os diferentes sistemas legais dos países determinam, particularmente, a decisão de financiamento das empresas familiares, dada a especificidade dos seus problemas de agência e de assimetria de informação.

Outra via de investigação pode ser a de analisar o grau de confirmação dos resultados obtidos nesta tese para *blockholders* de outro tipo. Neste caso analisou-se a influência da propriedade familiar como um *blockholder* na decisão de financiamento. Desta forma, importar-se-á clarificar se outro tipo de *blockholder* (por exemplo, sociedades financeiras, *holdings*) determinará uma forma semelhante de influência sobre a decisão de financiamento. Heflin e Shaw (2000) referem que este tipo de proprietários incrementa os custos financeiros e diminui a liquidez do mercado de capitais. Por sua vez, Chahine (2007) refere um maior entrincheiramento da gestão nas empresas detidas por *blockholders*. Segundo La Porta et al (2000), um director independente e, simultaneamente, um *blockholder*, pode influenciar a política de investimento e financiamento da empresa de diversas formas.

BIBLIOGRAFIA

Abowd, J. M. e Farber, H. S., 1982, "Job Queues and the Union Status of Workers", *Industrial and Labor Relations Review*, 35(3), 354-367.

Adams, M. e Hardwick, P., 1998, "Determinants of the Leasing Decision in United Kingdom", *Applied Financial Economics*, 8(5), 487-494.

Agca, S. e Mozumdar, A., 2008, "The Impact of Capital Market Imperfections on the Investment-Cash Flow Sensitivity", *Journal of Banking and Finance*, 32, 207-216.

Agrawal, A. e Nagarajan, N. J., 1990, "Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms", *The Journal of Finance*, 45(4), 1325-1331.

Aivazian, V. A., Ge, Y. e Qiu, J., 2005, "Debt Maturity Structure and Firm Investment", *Financial Management*, 34(4), 107-119.

Ajzen, I., e Fishbein, M., 1980, "Understanding Attitudes and Predicting Social Behavior", Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Akyüz, K. C., Akyüz, I., Serin, H. e Cindik, H., 2006, "The Financing Preferences and Capital Structure of Micro, Small and Medium Sized Firm Owners in Forest Products Industry in Turkey", *Forest Policy and Economics*, 8, 301-311.

Allen, D. E., 1993, "The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence", *Applied Financial Economics*, 3(2), 101-112.

Allen, D. E. e Mizuno, H., 1989, "The Determinants of Corporate Capital Structure: Japanese Evidence", *Applied Economics*, 21, 569-585.

Allen, M. T., 1995, "Capital Structure Determinants in Real Estate Limits Partnerships", *Financial Review*, 30(3), 399-426.

Allouche, J., Amann, B.; Jaussaud, J. e Kurashina, T., 2008, "The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation", *Family Business Review*, 21(4), 315-329.

Almeida, H., Campello, M. e Weisbach, M., 2004, "The Cash Flow Sensitivity of Cash", *The Journal of Finance*, 59 (4), 1777-1804.

Alonso, E., 2000, "Debt Financing and Diversification Strategy: Some Evidence from Spanish Manufacturing Firms", VIII Foro de Finanzas - AEFIN, Madrid, October 25-27.

Andersen, R. C. e Reeb, D. M., 2003a, "Founding-Family Ownership and Firm Performance. Evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.

Andersen, R. C. e Reeb, D. M., 2003b, “Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage”, *Journal of Law and Economics*, 46(2), 653-684.

Ang, J. S., 1992, “On The Theory of Finance for Privately Held Firms”, *The Journal of Small Business Finance*, 1(3), 185-203.

Ang, J. S., 1991, “Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management”, *Journal of Small Business Finance*, 1(1), 1-13.

Ang, J. e J. J. Peterson, 1984, “The Leasing Puzzle”, *The Journal of Finance*, 39, 71-83.

Ang, J. S.; James, W. L. J. e Floyd, T., 1995, “Evidence of the Lack of Separation Between Business and Personal Risks Among Small Businesses”, *Journal of Small Business Finance*, 4(2-3), 197-210.

Antoniou, A., Guney, Y. e Paudyal, K., 2006, “The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK”, *European Financial Management*, 12(2), 161-194.

Antoniou, A., Guney, Y. e Paudyal, K., 2002. “Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From European Countries.” Centre for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, University of Durham.

Arslan, O. e Karan, M. B., 2006, “Ownership and Control Structure as Determinants of Corporate Debt Maturity: A Panel Study of An Emerging Market”, *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 312-324.

Arthur Andersen/Mass Mutual (1997). *Arthur Andersen/Mass Mutual American Family Business Survey '97*. Arthur Andersen Center for Family Business and Mass Mutual: The Blue Chip Company.

Arthur Andersen & Co. (1995). *American Family Business Survey 1995*. St. Charles, IL, Arthur Andersen Center for Family Business.

Aybar-Arias, C., Caso Martínez, A. e López-Gracia, J., 2000, “Enfoques Emergentes en Torno en la Estructura de Capital: El Casp de la Pyme”, VIII Foro de Finanzas – Asociación Española de Finanzas (AEFIN), Madrid, 25 – 27 Octubre.

Balakrishnan, S. e Fox, I., 1993, “Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure”, *Strategic Management Journal*, 14(1), 3-16.

Barclay, M. J., e Smith, C. W., 1995a, “The Maturity Structure of Corporate Debt”, *The Journal of Finance*, 50(2), 609-631.

Barclay, M. J. e Smith, C. W., 1995b, “The Priority of Corporate Liabilities”, *The Journal of Finance*, 50(3), 899-917.

- Barclay, M. J., Marx, L. M. e Smith, C. W., 2003, “The joint Determination of Leverage and Maturity”, *Journal of Corporate Finance*, 9, 149-167.
- Barnea, A., Haugen, R. A. e Senbet, L. W., 1980, “A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework”, *The Journal of Finance*, 35, 1223-1234.
- Barton, S. L., 1989, “Capital Structure Decisions in Privately Held Firms: A Summary of Owner Interviews”, Working Paper, College of Business Administration – University of Cincinnati.
- Barton, S. L., e Gordon, P. J., 1988, “Corporate Strategy and Capital Structure”, *Strategic Management Journal*, 9, 623-632.
- Barton, S. L., e Gordon, P. J., 1987, “Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?”, *Academy of Management Review*, 12(19), 67-75.
- Barton, S. L. e Matthews, C. H., 1989, “Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective”, *Journal of small Business Management*, 27(1), 1-7.
- Baskin, J., 1989, “An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis”, *Financial Management*, 18(1), 26-36.
- Beattie, V., Goodacre, A. e Thomson, S., 2000, “Operating Leases and the Assessment of Lease-Debt Substitutability”, *Journal of Banking and Finance*, 24(3), 427-470.
- Becchetti L, e Trovato, G., 2002, “The Determinants of Growth of Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance”, *Small Business Economics*, 19(4), 291–306.
- Berger, A. N. e Udell, G. F., 2002, “Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure”, *Economic Journal*, 112, 32-53.
- Berger, A. N. e Udell, G. F., 1998, “The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle”, *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673.
- Berger, A. N. e Udell, G. F., 1995, “Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance”, *The Journal of Business*, 68(3), 351-381.
- Berger, A. N., Klapper, L. F. e Udell, G. F., 2001, “The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses”, *Journal of Banking and Finance*, 25, 2127-2167.
- Berger, A. N., Espinosa-Vega, M. A., Frame, S. e Miller, N. H., 2005, “Debt Maturity, Risk, and Asymmetric Information”, *The Journal of Finance*, 60(6), 2895-2923

- Bevan, A. A. e Danbolt, J., 2002, "Capital Structure and Its Determinants in the UK – A Decompositional Analysis", *Applied Financial Economics*, 12, 159-170.
- Binks, M. R. e Enneew, C., 1996, "Growing Firms and the Credit Constraints", *Small Business Economics*, 8, 17-25.
- Blanco-Mazagatos, V.; Fuente-Sabate, J. M. e Quevedo-Puente, E., 2010, "Finance in Family Firms: Generation Does Matter", *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 11(5), 338-352.
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E. e Castrillo, L. A., 2007, "The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study", *Family Business Review*, 20(3), 199-213.
- Bolton, P. e Scharfstein, D. S., 1990, "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting", *American Economic Review*, 80(1), 93-106.
- Bond S, e Meghir, C., 1994, "Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy", *Review of Economic Studies*, 61(2), 197-222
- Bontempi, M. E., 2002, "The Dynamic Specification of the Modified Pecking Order Theory: Its Relevance to Italy", *Empirical Economics*, 27(1), 1-22.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. e Maksimovic, V., 2001, "Capital Structures in Developing Countries", *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- Bottazi, G., Secchi, A. e Tamagni, F., 2008, "Productivity, Profitability and Financial Performance", *Industrial and Corporate Change*, 17(4), 711-751.
- Bowen, R.M., Daley, L.A. e Huber, C. C., 1982, "Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage", *Financial Management*, 11, 10-20.
- Bowman, R. G., 1980, "The Debt Equivalence of Leases: An Empirical Investigation", *The Accounting Review*, 55, 237-253.
- Boyle, G. W. e Eckhold, K. R., 1997, "Capital Structure Choice and Financial Market Liberalisation: Evidence from New Zealand", *Applied Financial Economics*, 7, 427-437.
- Bradley, M., Jarrel, G. A. e Kim, E. H., 1984, "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, 39(3), 857-880.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R. e Pua, S. L. H., 2002, "On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure", *Accounting and Finance*, 42, 1-26.
- Brennan, M. J. e Schwartz, E. S., 1978, "Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure", *The Journal of Business*, 51(1), 103-114.

- Brierley, P. e Young, M., 2004, "The Financing of Smaller Quoted Companies: A Survey", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=700128>.
- Campa, J. M., e Shaver, J. M., 2002, "Exporting and Capital Investment: on the Strategic Behavior of Exporters", IESE research papers 469, IESE Business School.
- Carney, M., 2005, "Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, 249-265.
- Carpenter, R. e Petersen, B., 2002, "Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?", *The Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298-309.
- Cassar, G., 2004, "The Financing of Business Start-ups", *Journal of Business Venturing*, 19(2), 261-283.
- Cassar, G. e Holmes, S., 2003, "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting & Finance*, 43(2), 123-147.
- Chahine, S., 2007, "Block-holder Ownership, Family Control and Post-listing Performance of French IPOs", *Managerial Finance*, 33(6), 388-400.
- Chaganti, R., DeCarolis, D. e Deeds, D., 1995, "Predictors of Capital Structure in Small Ventures", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20(2), 7-18.
- Chaganti, R. e Damanpour, F., 1991, "Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, 12(7), 479-491.
- Chandler, G. N. e Hanks, S. H., 1998, "An Examination of the Substitutability of Founders' Human and Financial Capital in Emerging Business Ventures", *Journal of Business Venturing*, 13, 353-369.
- Chen, J. e Nowland, J. 2010, "Why do Family Firms Congregate in Certain Industries?", Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1622116>.
- Chiarella, C., Pham, T. M., Sim, A. B., e Tan, M. M. L., 1991, "Determinants of Corporate Capital Structure: Australian Evidence", Working paper n° 3, School of Finance and Economics – University of Technology Sydney.
- Chirinko, R. e Schaller, H., 1995, "Why Does Liquidity Matter in Investment Equations?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(2), 527-548.
- Chittenden, F., Graham, G. e Hutchinson, P., 1996, "Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation", *Small Business Economics*, 8, 59-67.

- Chrisman, J. J., Chua, J. H. e Sharma, P., 1995, “Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 555-576.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. e Sharma, P., 1999, “Defining the Family Business by Behavior”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39.
- Chung, K. H., 1993, “Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(1), 83-98.
- Churchill, N. C. e Lewis, V. L., 1986, “Bank Lending to New and Growing Enterprises”, *Journal of Business Venturing*, 1(2), 193-206.
- Churchill, N. C. e Lewis, V. L., 1985, “Profitability of Small Business Lending”, *Journal of Bank Research*, 16(2), 63-71.
- Claver, E., Rienda, L. e Quer, D., 2008, "Family Firms' Risk Perception: Empirical Evidence on the Internationalization Process", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 15(3), 457-471.
- Cleary, S., 2006, “International Corporate Investment and the Relationships Between Financial Constraint Measures”, *Journal of Banking and Finance*, 30(5), 1559-1580.
- Coimbra, A., 2008, “Overview of Family Business Relevant Issues – Country Fiche Portugal”, Project Co-ordination – KMU Forschung Austria – Austria Institute for SME Research. Disponível em: <http://foreigners.textovirtual.com/apef/grupo-de-peritos-1.pdf>. Ultimo acesso em: 25-10-2010.
- Cole, R. A. e Wolken, J. D., 1995, “Financial Services Used by Small Businesses: Evidence from the 1993 National Survey of Small Business Finances”, *Federal Reserve Bulletin*, July, 629-667.
- Coleman, S. e Carsky, M., 1999, “Sources of Capital for Small Family-Owned Businesses: Evidence from the National Survey of Small Business Finances”, *Family Business Review*, 12(1), 73-86.
- Cook, D. O., Kieschnick, R. e McCullough, B. D., 2008, “Regression Analysis of Proportions in Finance with Self Selection”, *Journal of Empirical Finance*, 15, 860-867.
- Correia, T. P. S. (2008), “As Empresas Familiares Portuguesas: Determinantes da Estrutura de Capital”, Editorial Novembro.
- Cosh, A. D. e Hughes, A., 1994, “Acquisition Activity in the Small Business Sector”, IN A. Hughes and D. Storey (eds) *Finance and the small firm*, London: Routledge.

- Cressy, R., 2007, "Debt Finance and Credit Constraints on SMEs", chapter 8 in Parker, S., 2007, *International Handbook Series on Entrepreneurship – Volume 3 – The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures*, Springer, 187-225.
- Cressy, R., 1996, "Are Business Startups Debt-Rationed", *Economic Journal*, 106, 1253-1270.
- Cressy, R., 1993, "The Startup Tracking Exercise: Third Year Report", National Westminster Bank of Great Britain, November.
- Cuñat, V., 1999, "Determinantes del Prazo de Endeudamiento de las Empresas Españolas", *Investigaciones Economicas*, 23(3), 351-392.
- Danisevska, P., 2002, "Is Debt Maturity Determined by Asymmetric Information about Short-Term or Long-Term Earnings?", EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper; EFMA 2002 London Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302737> or doi:10.2139/ssrn.302737
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. e Raman, K., 2005, "Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt", *The Journal of Finance*, 6, 2333-2350.
- De Visscher, F. M., Aronoff, C. E. e Ward, J. L., 1995, "Financing Transitions: Managing Capital and Liquidity in the Family Business", Family Business Leadership Series N° 7 – Marietta – Family Enterprise Publishers
- DeAngelo, H. e Masulis, R. W., 1980, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Deloof, M. e Verschuere, I., 1999, "Are Leases and Debt Substitutes? Evidence from Belgian Firms", *Financial Management*, 28(2), 91-95.
- Demirgüç-Kunt, A., e Maksimovic, V., 2002, "Funding Growth in Bank-based and Market-based Financial Systems: Evidence from Firm-level Data", *Journal of Financial Economics*, 65(3), 337-363.
- Dennis, S., Nandy, D. e Sharpe, I. G., 2000, "The Determinants of Contract Terms in Bank Revolving Credit Agreements", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 87-110.
- DePuy, V., Berger, V. W. e Zhou, Y., 2005, "Wilcoxon-Mann-Whitney Test", *Encyclopedia of Statistics in Behavioral Science*, Wiley.
- Devereux, M., e Schiantarelli, F., 1990, "Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U.K Panel Data.", chapter 11 in Hubbard, R. G., 1990, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, National Bureau of Economic Research, Chicago University Press, 279-306.

- Diamond, D. W., 1991a, "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk", *Quarterly Journal of Economics*, 106, 709-737.
- Diamond, D., 1991b, "Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy*, 99, 689-721.
- Diamond, D., 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Donaldson, G., 1961, "Corporate Debt Capacity – A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity", *Harvard College*, Reprinted 2000 by Beard Books.
- Donckels, R. e Frölich, E., 1991, "Are Family Businesses Really Different? European Experiences from STRATOS", *Family Business Review*, 4(2), 149-160.
- Donckels, R. e Lambrecht, J., 1999, "The Re-emergence of Family-Based Enterprises in East Central Europe: What Can Be Learned from Family Business Research in the Western World?", *Family Business Review*, 12(2), 171-188.
- Drobetz, W. e Fix, R., 2003, "What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland", WWZ/Department of Finance, Working Paper n° 4/03, University of Basel.
- Drury, C. e Braund, S., 1990, "The Leasing Decision: A Comparison of Theory and Practice", *Accounting and Business Research*, 20(79), 179-191.
- Dunn, B. e Hughes, M., 1995, "Themes and Issues in the Recognition of Family Businesses in the United Kingdom", *Family Business Review*, 8(4), 267-291.
- Easterwood, J. C., e Kadapakkam, P., 1991, "The Role of Private and Public Debt in Corporate Capital Structures", *Financial Management*, 20(3), 49-57.
- Ebben, J. e Johnson, A., 2006, "Bootstrapping in Small Firms: An Empirical Analysis of Change Over Time", *Journal of Business Venturing*, 21(6), 851-865.
- Elyasiani, E., Gua, L. e Tang, L., 2002, "The Determinants of Debt Maturity at Issuance: New Evidence from Spain", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 19, 351-377.
- Emery, G. W., 2001, "Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity", *Journal of Business*, 74(4), 557-590.
- Ennew, C. T. e Binks, M. R., 1994, "The Provision of Finance to Small Businesses: Does the Bank Relationship Constrain Performance?", *Journal of Small Business Finance*, 4(1), 57-74.

- Ezzel, J. R. e Vora, P. P., (2001), "Leasing versus Purchasing: Direct Evidence on Corporation's Motivations for Leasing and Consequences of Leasing", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41, 33-47.
- Faccio, M., Lang. L. H. e Young, L., 2001, "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Fama, E. F., 1990, "Contract Costs and Financing Decisions", *Journal of Business*, 63, 71-91.
- Fan, D. K. K., e Raymond, W. S., 2004, "What Managers Think of Capital Structure: The Evidence from Hong Kong", *Journal of Asian Economics*, 15, 817-830.
- Faulkender, M. e Petersen, M. A., 2006, "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?", *Review of Financial Studies*, 19(1), 45-79.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G. e Petersen, B. C., 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 78(2), 141-195.
- Fazzari, S. M. e Athey, M. J., 1987, "Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment", *The Review of Economics and Statistics*, 69(3), 481-487.
- Fisher, E., Heinkel, R. e Zechner, J., 1989, "Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests", *The Journal of Finance*, 44, 19-40.
- Filbeck, G. e Lee, S., 2000, "Financial Management Techniques in Family Businesses", *Family Business Review*, 13(3), 201-216.
- Finucane, T. J., 1988, "Some Empirical Evidence on the Use of Financial Leases", *The Journal of Financial Research*, 11(3), 321-333.
- Flannery, M. J., 1986, "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice", *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37
- Flath, D., 1980, "The Economics of Short-Term Leasing", *Economic Inquiry*, 18, 247-259.
- Frank, M. e Goyal, V. K., 2008, "Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt", chapter 12 in Eckbo, B. E., 2008, *The Handbook of Corporate Finance – Empirical Corporate Finance – Volume 2*, Horth-Holland Elsevier, 135-202.
- Frank, M. e Goyal, V. K., 2004, "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?", The 12th Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets, December, National Sun Yat-Sen University, Kaohsiung, Taiwan.
- Frank, M. e Goyal, V. K., 2003, "Testing the Pecking Order Theory of capital structure", *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.

Friend, I. e Lang, L., 1988, “An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure”, *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.

Gallo, M., Tàpies, J. e Cappuyns, K., 2004, “Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences”, *Family Business Review*, 17(4), 303-318.

Gallo, M. A. e Vilaseca, A., 1998, “A Financial Perspectiva on Structure, Conduct and Performance in the Family Firm: An Empirical Study”, *Family Business Review*, 11(1), 35-47:

Gallo, M. A. e Vilaseca, A., 1996, “Finance in Family Business”, *Family Business Review*, 9(4), 387-401.

Garcial-Teruel, P. J. e Martínez-Solano, P., 2009, “Ownership Structure and Debt Maturity: New Evidence from Spain”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 35(4), 473-491.

Garcial-Teruel, P. J. e Martínez-Solano, P., 2007, “Short-Term Debt in Spanish SMEs”, *International Small Business Journal*, 25(6), 579-602.

Gatward, P. e Sharpe, I. G., 1996, “Capital Structure Dynamics with Interrelated Adjustment: Australian Evidence”, *Australian Journal of Management*, 21(2), 89-112.

Gedajlovic, E. e Shapiro, D., 1998, “Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries”, *Strategic Management Journal*, 19, 533-553.

Ghosh, S., 2007, “Bank Debt Use and Firm Size: Indian Evidence”, *Small Business Economics*, 29, 15-23.

Gilchrist S, e Himmelberg, C., 1995, “Evidence on the Role of Cash Flow for Investment”, *Journal of Monetary Economics*, 36(3), 541-572

Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M. e Gutierrez, L., 2001, “The Role of Family Ties in Agency Contracts”, *Academy of Management Journal*, 44, 81-96.

González, V. M., 2009, “Estructura de Vencimiento de la Deuda y Riesgo de Crédito en las Empresas Españolas”, *Universia Business Review*, Segundo Trimestre, 88-101.

Goyal, V. K., Lehn, K., e Racic, S., 2002, “Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of the US Defense Industry”, *Journal of Financial Economics*, 64, 35-59.

Graham, J. R., Lemmon, M. L. e Schallheim, J. S. 1998, “Debt, Leases, Taxes, and the Endogeneity of Corporate Tax Status”, *The Journal of Finance*, 53(1), 131-162.

Greenaway, D, Guariglia A. e Kneller, R., 2005, “Do Financial Factors Affect Exporting Decisions?”, GEP - Research Paper 05/28, Leverhulme Center.

Greene, W. H., 2000, “Econometric Analysis”, Prentice Hall, Fourth Edition.

- Guedes, J., Oplar, T., 1996, "The Determinants of Maturity of Corporate Debt Issues", *The Journal of Finance*, 51, 1809-1833.
- Gul, F. A., 1999, "Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policies in Japan", *Journal of Corporate Finance*, 5, 141-168.
- Guney, Y. e Ozkan, A., 2005, "New Insights on the Importance of Agency Costs for Corporate Debt Maturity Decisions", *Applied Financial Economics Letters*, 1, 233-238.
- Habbershon, T. G., Willians M. e MacMillan, I. C., 2003, "A Unified Systems Perspective of Family Firm Performance", *Journal of Business Venturing*, 18, 451-465.
- Hall, P., Hutchinson, N. e Michaelas, G., 2000, "Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure", *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), 297-312.
- Harris, M. e Raviv, A., 1993, "Differences of Opinion Make a Horse Race", *Review of Financial Studies*, 6(3), 473-506.
- Harris, M. e Raviv, A., 1991, "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Harris, M. e Raviv, A., 1990, "Capital Structure and the Informational role of Debt", *The Journal of Finance*, 45, 321-349.
- Harris, M. e Raviv, A., 1988, "Corporate Control Contests and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 20, 55-86.
- Harvey, M. e Evans, R., 1995, "Forgotten Sources of Capital for the Family-Owned Business", *Family Business Review*, 8(3), 159-176.
- Hausman, J. E McFadden, D., 1984, "Specification Tests for the Multinomial Logit Model", *Econometrica*, 52(5), 1219-1240.
- Haynes, G., Walker, R., Rowe, B. e Hong, G., 1999, "The Intermingling of Business and Family Finances in Family-Owned Businesses", *Family Business Review*, 12(3), 225-239.
- Heflin, F. e Shaw, K., 2000, "Blockholder Ownership and Market Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(4), 621-633.
- Heino, H., 2006, "Use of Borrowed Start-Up Capital and Micro Enterprises in Mexico: Existence of Liquidity Constraints", *Portuguese Economic Journal*, 5, 1-30.
- Heino, H., 1999, "An Analysis of Financial Issues Faced by Microenterprises in Mexico", Phd Disertation – University of Texas – Pan American, Edinburg, TX.

Heyman, , D., Deloof, M. e Ooghe, H., 2008, “The Financial Structure of Private Held Belgian Firms”, *Small Business Economics*, 30, 301-313.

Heywood, J. Mohanty, M., 1993, “Testing for State and Local Government Job Queues”, *Journal of Labor Research*, 14(4), 455-467.

Hirota, S., 1999, “Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure”, *Journal of the Japanese and International Economies*, 13, 201-229.

Hoshi, T., Kashyap, A. e Scharfstein, D., 1991, “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups”, *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33–60.

Hoy, F., 2003, “Legitimizing Family Business Scholarship in Organizational Research and Education”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 417-422.

Hutchinson, R. W., 1995, “The Capital Structure and Investment Decision of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issue”, *Small Business Economics*, 7, 231-239.

INE, 2009, “Empresas em Portugal – 2007”, Economia e Finanças, INE.

Israel, R., 1991, “Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing”, *The Journal of Finance*, 46(4), 1391-1409.

Jensen, M. C., 1986, “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C. e Meckling, W. H., 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, G. R., Solberg, D. P. e Zorn, T. S., 1992, “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.

Johnstin, J. e Dinardo, J., 2001, “Métodos Econométricos”, 4ª Edição, McGraw-Hill.

Jordan, J., Lowe J. e Taylor, P., 1998, “Strategy and Financial Policy in UK Small Firms”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(1-2),1-27.

Jorge, S. M. F., 1997, “Determinantes da Estrutura de Capitais: Um caso Português – 1990 a 1995”, Dissertação de Mestrado, Universidade do Minho.

Jun, S. G., e Jen, F. C., 2003, “Trade-off Model of Debt Maturity Structure”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20, 5-34.

Kadapakkam, K. P. e Riddick L., 1998, “The Impact of Cash Flows and Firm Size on investment: the International Evidence”, *Journal of Banking and Finance*, 22(3), 293–320.

- Kanatas, G. e Qi, J., 2001, “Imperfect Competition, Agency, and Financing Decisions”, *Journal of Business*, 74, 307-338.
- Kane, A., Marcus, A. e McDonald, R., 1985, “Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 479-499.
- Kaplan, S. N., e Zingales, L., 1997, “Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints”, *Quarterly Journal of Economics*, 107(1), 196–215.
- Keasey, K. e Watson, R., 1994, “The Bank Financing of Small Firms in UK – Issues and Evidence”, *Small Business Economics*, 6(5), 349-362.
- Kester, C., 1986, “Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations”, *Financial Management*, 15(1), 5-16.
- Kim, J., 1999, “The Relaxation of Financing Constraints by the Initial Public Offering of Small Manufacturing Firms”, *Small Business Economics*, 12, 191-202.
- Kim, W. S. e Sorensen, E. H., 1986, “Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-144.
- Kockar, R., 1997, “Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance”, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 10(3), 23-36.
- Kohler, U. e Kreuter, F., 2005, “Data Analysis Using Stata”, Stata Press.
- Kraus, A., e Litzenberger, R., 1973, “A State-Preference Model of Optimal Leverage”, *The Journal of Finance*, 28, 911-920.
- Krishnan, V. S. e Moyer, R. C., 1994, “Bankruptcy Costs and the Financial Leasing Decision”, *Financial Management*, 23(2), 31-42.
- Kurshev, A. e Strebulaev, I. A., 2007, “Firm Size and Capital Structure”, (Mimeo).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A., 2000, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A., 1999, “Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance*, 54, 471-518.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A., 1997, “Legal Determinants of External Finance”, *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- Lank, A. G., 1995, “key Challenges Facing Family Enterprise”, Lausanne, Switzerland: IMD Publication.
- Lansberg, I. S., 1983, “Managing Human Resources in Family Firms: The Problem of Institutional Overlap”, *Organizational Dynamics*, 12(1), 39-46.

- Leland, H. E. e Pyle, D. H., 1977, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Leland, H. E. e Toft, K. B., 1996, "Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads", *The Journal of Finance*, 51(3), 987-1019.
- Lewis, C. M. e Schallheim, J. S., 1992, "Are Debt and Leases Substitutes?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 497-511.
- López-Gracia, J. e Aybar-Arias, C., 2000, "An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies", *Small Business Economics*, 14(1), 55-63.
- López-Gracia, J. e Sánchez-Andújar, S., 2007, "Financial Structure of the Family Business: Evidence from a Group of Small Spanish Firms", *Family Business Review*, 20(4), 269-287.
- Lowe, J. Naughton, T. e Taylor, P., 1994, "The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companies", *Managerial and Decision Economics*, 15, 245-257.
- Lyagoubi, M., 2006, "Family Firms and Financial Behavior: How Family Shareholder Preferences Influence Firms' Financing", chapter 29 in Poutziouris, P. Z., Smyrniotis, K. X. e Klein, S. B., 2006, *Handbook of Research on Family Business*, Edward Edgar Publishing, Inc, 537-551.
- Mahérault, L., 2004, "Is There Any Specific Equity Route for Small and Medium-Sized Family Businesses? The French Experience", *Family Business Review*, 17(3), 221-235.
- Mahérault, L., 2000, "The Influence of Going Public on Investment Policy: An Empirical Study of French Family-Owned Businesses", *Family Business Review*, 13(1), 71-79.
- Manos, R., Murinde, V. e Green, C., 2001, "Business Groups and Capital Structure: Evidence on Indian Firms", University of Manchester Finance and Development Working Paper No.34.
- Marston, F. e Harris, R. S., 1988, "Substitutability of Leases and Debt in Corporate Capital Structures", *Journal of Accounting, Auditing e Finance*, 3, 147-170.
- MassMutual Financial Group e Raymond Institute – The George & Robin Raymond – Family Business Institute, "American Family Business Survey", <http://www3.babson.edu/ESHIP/ife/upload/American-Family-Business-Survey.pdf>. Último acesso:30-08-2010.
- Matthews, C. H., Vasudevan, D. P., Barton, S. L. e Apana, R., 1994, "Capital Structure Decision Making in Privately Held Firms: Beyond the Finance Paradigm", *Family Business Review*, 7(4), 349-367.
- McConaughy, D. L. e Phillips, G. M. 1999, "Founders versus Descendants: The Profitability, Efficiency, Growth Characteristics and Financing in Large, Public, Founding-Family-Controlled Firms", *Family Business Review*, 12(2), 159-169.

- McConaughy, D. L., Matthews, C. H. e Fialko, A. S., 2001, "Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value", *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49.
- Mehran, H., 1992, "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 539-560.
- Mehran, H., Taggart, R. A. e Yermack, D., 1999, "CEO Ownership, Leasing, and Debt Financing", *Financial Management*, 28, 5-14.
- Menéndez-Requejo, S., 2006, "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Spanish Family Firms", chapter 31 in Poutziouris, P. Z., Smyrniotis, K. X. e Klein, S. B., 2006, *Handbook of Research on Family Business*, Edward Edgar Publishing, Inc, 575-592.
- Michaelas, N., Chittenden, F. e Poutziouris, P., 1999, "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SME's: Empirical Evidence from a Company Panel Data", *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
- Miller, M. H., 1977, "Debt and Taxes", *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F. e Miller, M. H., 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Modigliani, F. e Miller, M. H., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Morris, J. R., 1992, "Factors Affecting the Maturity Structure of Corporate Debt", Working Paper – College of Business and Administration – University of Colorado – Denver.
- Mukherjee, T. K., 1991, "A Survey of Corporate Leasing Analysis", *Financial Management*, 20(3), 96-107.
- Munro, J. W., 1996, "Convertible Debt financing: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(2), 319-334.
- Musso, P. e Schiavo, S., 2008, "The Impact of Financial Constraints on Firm Survival and Growth", *Journal Evolutionary Economics*, 18(2), 135-149.
- Myers, S. C., 2001, "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C. e Majluf, N. S., 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

- Navarro, M. S. e Ansón, S. G., 2006, “Family Ownership, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Spanish Market”, Chapter 32 in Poutziouris, P. Z., Smyrnios, K. X. e Klein, S. B., 2006, *Handbook of Research on Family Business*, Edward Edgar Publishing, Inc, 593-613.
- Neubauer, F. e Lank, A. G., 1998, “The Family Business: Its Governance for Sustainability”, Routledge – New York.
- Nivorozhkin, E., 2003, “The Dynamics of Capital Structure in Transition Economies”, Discussion Papers n° 2, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.
- Noe, T. H., Rebello, M. J. e Wang, J., 2003, “Corporate Financing: An Artificial Agent-based Analysis”, *The Journal of Finance*, 58(3), 943-973.
- Nykvist, J., 2008, “Entrepreneurship and Liquidity Constraints: Evidence from Sweden”, *Scandinavian Journal of Economics*, 110(1), 23-43.
- Ojah, K. e Manrique, J., 2005, “Determinants of Corporate Debt Structure in a Privately Dominated Debt Market: A Study of the Spanish Capital Market”, *Applied Financial Economics*, 15(7), 455-468.
- Oliveira, B. e Fortunato, A., 2006, “Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis”, *Small Business Economics*, 27, 139-156.
- Ortiz-Molina, H. e Penas, M., 2008, “Lending to Small Businesses: The Role of Loan Maturity in Addressing Information Problems”, *Small Business Economics*, 30(4), 361-383.
- Ozkan, A., 2001, “Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1), 175-198.
- Ozkan, A., 2000, “An Empirical Analysis of Corporate Debt Maturity Structure”, *European Financial Management*, 6(2), 197-212.
- Papke, L. E. e Wooldridge, J. M., 1996, “Econometric Methods for Fractional Response Variables with an Application to 401(k) Plan Participation Rates”, *Journal of Applied Econometrics*, 11(6), 619-632.
- Petersen, M. A. e Rajan, R. G., 1997, “Trade Credit: Theories and Evidence”, *Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691.
- Petersen, M. A. e Rajan, R. G., 1995, “The Effect of Credit Market competition on Lending Relationship”, *The Quarterly Journal of Economics*, 110(2), 407-443.
- Petersen, M. A. e Rajan, R. G., 1994, “The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data”, *The Journal of Finance*, 49(1), 3-37.

- Pettit, R. R. e Singer, R. F., 1985, "Small Business Finance: A Research Agenda", *Financial Management*, 14(3), 47-60.
- Pindado, J., Rodrigues, L. F. e Torre, C., 2006, "How Does Financial Distress Affect Small Firms' Financial Structure?", *Small Business Economics*, 26(4), 377-391.
- Poirier, D. J., 1980, "Partial Observability in Bivariate Probit Models", *Journal of Econometrics*, 12, 209-217.
- Poutziouris, P. Z., 2006, "The Structure and Performance of the UK Family Business PLC economy", Chapter 30 in Poutziouris, P. Z., Smyrnios, K. X. e Klein, S. B., 2006, *Handbook of Research on Family Business*, Edward Edgar Publishing, Inc, 552-574.
- Poutziouris, P. Z., 2001, "The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy", *Family Business Review*, 4(3), 277- 291.
- Poutziouris, P. Z., Smyrnios, K. X. e Klein, S. B., 2006, "Handbook of Research on Family Business", Edward Edgar Publishing, Inc.
- Poutziouris, P. Z., Michaelas, N., Chittenden, F. e Sitorious, S., 2000, "The Financial Structure, Behaviour and Performance of SMEs: Family and Private Companies", Small Business and Enterprise Development Conference, Manchester.
- Poza, E. J., Hanlon S. e Kishida, R., 2004, "Does the Family Business Interaction Factor Represent a Resource or a Cost?", *Family business Review*, 17(2), 99-118.
- Rajan, R. G. (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm's Length Debt", *The Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400.
- Rajan, R. e Zingales, L., 1995, "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Ramalho, E.A., Ramalho, J. J. e Murteira, J. M., 2010, "Alternative Estimating and Testing Empirical Strategies for Fractional Regression Models", *Journal of Economic Surveys*, forthcoming.
- Ramalho, J. J. e Silva, J. V., 2009, "A Two-part Fractional Regression Model for the Financial Leverage Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms", *Quantitative Finance*, 9(5), 621-636.
- Randoy, T. e Goel, S., 2003, "Ownership Structure, Founding Family Leadership, and Performance in Norwegian SME's", *Journal of Business Venturing*, 18, 619-637.
- Reid, G. C., 1996, "Mature Micro-Firms and Their Experience of Funding Shortages", *Small Business Economics*, 8, 27-37.

Rita, R. 2003, “As Teorias das Estrutura de Capitais: A Evidência Empírica das Empresas Portuguesas”, Dissertação de Mestrado – Universidade de Évora.

Romano, C. A., Tanewski G. A. e Smyrniotis, K. X., 2000, “Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business”, *Journal of Business Venturing*, 16, 285-310.

Ross, S. A. (1977), “The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach”, *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

Ruiz, J. F. e Medina, B. C. G., 2003, “Risk Aversion and Debt Maturity Structure”, *Economia Mexicana*, 12(2), 275-291.

Rungsomboon, S., 2005, “Is Bank and Non-bank Lending Different? Evidence from Thai Corporate Lending”, *Chulalongkorn Journal of Economics*, 17(2), 163-196.

Saa-Requejo, J., 1996, “Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience”, *Financial Management*, 25(3), 44-56.

Saltari, E. e Travaglini, G., 2001, “Financial Constraints and Investment Decisions”, *Scottish Journal of Political Economy*, 48(3), 330-344.

Savignac, F., 2006, “The Impact of Financial Constraints on Innovation: Evidence from French Manufacturing Firms”, *Cahiers de la Maison des Sciences Economiques*, v06042, Université Panthéon - Sorbonne (Paris 1).

Scherr, F. C. e Hulburt, H. M., 2001, “The Debt Maturity Structure of Small Firms”, *Financial Management*, 30(1), 85-111.

Schiantarelli, F. e Sembenelli, A., 2000, “Form of Ownership and Financial Constraints: Panel Data Evidence from flow of Funds and Investment Equations”, *Empirica*, 27, 175-192.

Schmukler, S., e Vesperoni, E., 2001, “Firms’ Financing Choices in Bank-Based and Market-Based Economies”, chapter 9 in Demirgüç-Kunt, A. e Levine, R., 2001, *Financial Structure and Economic Growth – A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, MIT Press, 347-375.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. e Dino, R. N., 2003a, “Exploring the Agency Consequences of Ownership Dispersion Among the Directors of Private Family Firms”, *Academy of Management Journal*, 46(2), 179-194.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. e Dino, R. N., 2003b, “Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms”, *Journal of Business Venturing*, 18, 473-490.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. e Dino, R. N., 2002, “Altruism, Agency, and the Competitiveness of Family Firms”, *Managerial and Decision Economics*, 23(3-4), 247-259.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N. e Buchholtz, A. K., 2001, “Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence”, *Organization Science*, 12(2), 99-116.

Serrasqueiro, Z., Nunes, P. e Silva, J. V., 2010, “Are Capital Structure Decisions of Family-Owned SME’s Different? Empirical Evidence from Portugal”, 6th Portuguese Finance Network Conference, Azores – 1 – 3 July.

Sharma, P., 2004, “An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future”, *Family Business Review*, 17(1), 1-36.

Sharpe, S. A., e Nguyen, H. H., 1995, “Capital Market Imperfections and the Incentive to Lease”, *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), 271-294.

Shenoy, C. e Koch, P. D., 1996, “The Firm’s Leverage-Cash Flow Relationship”, *Journal of Empirical Finance*, 2, 307-331.

Shleifer, A. e Vishny, R. W., 1986, “Large Shareholders and Corporate Control”, *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Silva, J. V., 2006, “A Decisão de Financiamento e a Estrutura de Capitais: Evidência Empírica e Aplicações” – Texto da Lição de Síntese, Provas Públicas de Agregação em Gestão de Empresas pela Universidade de Évora nas disciplinas de Gestão Financeira, Análise Financeira, Avaliação de Empresas e Teoria Financeira.

Sirmon, D. G. e Hitt, M. A., 2003, “Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339-358.

Smith, C. W. e Wakeman, L. M., 1985, Determinants of Corporate Leasing Policy”, *The Journal of Finance*, 40(3), 895-908.

Smith, J. A., 1999, “The Behaviour and Performance of Young Micro Firms: Evidence from the Business in Scotland”, *Small Business Review*, 13, 185-200.

Smith, M., 2008, “Differences Between Family and Non-Family SME’s: A Comparative Study of Australia and Belgium”, *Journal of Management & Organization*, 14(1), 40-58.

Soborb-Mira, F., 2005, “How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from a 1994 – 1998 Spanish Data Panel”, *Small Business Economics*, 25(5), 447-457.

Soborg-Mira, F. and López-García, J., 2003, “Pecking-Order Versus Trade-Off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure”, wp-ec-09, SSRN – Social Science Research Network.

Sonfield, M. C. e Lussier, R. N., 2004, “First, Second and Third Generation Family Firms: A Comparison”, *Family Business Review*, 17(3), 189-202.

- Stiglitz, J. E., e Weiss, A., 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Stohs, M. H. e Mauer, D. C., 1996, "The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure", *Journal of Business*, 69(3), 279-312.
- Strebulaev, I. A. e Yang, B., 2006, "The Mystery of Zero-Leverage Firms", (Mimeo).
- Stulz, R., 1988, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *The Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Stulz, R. e Johnson, H., 1985, "An Analysis of Secured Debt", *The Journal of Financial Economics*, 14, 501-521.
- Thies, C. F., e Klock, M. S., 1992, "Determinants of capital structure.", *Review of Financial Economics*, 2, 40-52.
- Titman, S. e Wessels, R., 1988, "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, 43(1), 1-21.
- Van der Wijst, N. e Thurik, R., 1993, "Determinants of Small Firm Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data", *Small Business Economics*, 5 (1), 55-65.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Dalocchio, M., Le Fur, Y. e Salvi, A., 2009, "Corporate Finance: Theory and Practice", 2nd Edition, John Wiley & Sons.
- Villalonga, B. e Amit, R., 2010, "Family Control of Firms and Industries", *Financial Management*, 39(3), 863-904.
- Vos, E. e Forlong, C., 1996, "The Agency Advantage of Debt Over the Lifecycle of the Firm", *Entrepreneurial and Small Business Finance*, 5(3), 139-211.
- Voulgaris, F., Asteriou, D. e Agiomargianakis, G., 2004, "Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing Sector", *International Review of Applied Economics*, 18, 274-262.
- Wald, J. K., 1999, "How Firm Characteristic Affect Capital Structure: An International Comparison", *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-188.
- Ward, J. L. e Aronoff, C. E., 1995, "Family-Owned Businesses: A Thing of the Past or a Model for the Future?", *Family Business Review*, 8(2), 121-130.
- Watson, R., 1990, "Employment Change, Profits and Directors' Remuneration in Small and Closely Held UK Companies", *Scottish Journal of Political Economy*, 37(3), 259-274.
- Westhead, P. e Cowling, P., 1998, "Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23(1), 31-56.

Westhead, P. e Howorth, P., 2007, “Types of Private Family Firms: An Exploratory Conceptual and Empirical Analysis”, *Entrepreneurship & Regional Development*, 19, 405-431.

Whited, T., 2006, “External Finance Constraints and the Intertemporal Pattern of Intermittent Investment”, *Journal of Finance and Economics*, 81(3), 467–502

Williamson, O. E., 1988, “Corporate Finance and Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591.

Winborg, J. e Landström, H., 2001, “Financial Bootstrapping in Small Businesses: Examining Small Business Managers’ Resource Acquisition Behaviors”, *Journal of Business Venturing*, 16, 235– 254.

Wooldridge, J. M., 2003, “Introductory Econometrics: A Modern Approach”, 2nd Edition, Thomson – South-Western.

Zoppa, A. e McMahon, R., 2002, “Pecking Order Theory and The Financial Structure of Manufacturing SME’s from Australia’s Business Longitudinal Survey”, School of Commerce – Research Paper Series – 02-2.