

ESTUDOS I



FACULDADE de ECONOMIA da UNIVERSIDADE do ALGARVE

ESTUDOS I

Cidadania, Instituição e Património

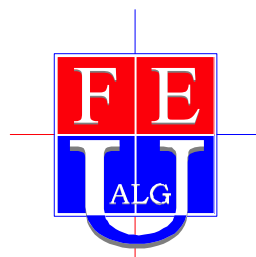
Economia e Desenvolvimento Regional

Finanças e Contabilidade

Gestão e Apoio à Decisão

Modelos Aplicados à Economia e à Gestão

A Faculdade de Economia da Universidade do Algarve



Faculdade de Economia da Universidade do Algarve

2004

COMISSÃO EDITORIAL

António Covas
Carlos Cândido
Duarte Trigueiros
Efigénio da Luz Rebelo
João Albino da Silva
João Guerreiro
Paulo M.M. Rodrigues
Rui Nunes

FICHA TÉCNICA

Faculdade de Economia da Universidade do Algarve

Campus de Gambelas, 8005-139 Faro
Tel. 289817571 Fax. 289815937
E-mail: ccfeua@ualg.pt
Website: www.ualg.pt/feua

Título

Estudos I - Faculdade de Economia da Universidade do Algarve

Autor

Vários

Editor

Faculdade de Economia da Universidade do Algarve
Morada: Campus de Gambelas
Localidade: FARO
Código Postal: 8005-139

Compilação e Design Gráfico

Susy A. Rodrigues

Revisão de Formatação e Paginação

Lídia Rodrigues

Fotolitos e Impressão

Serviços Gráficos da Universidade do Algarve

ISBN

972-99397-0-5 - Data: 26.10.2004

Depósito Legal

218279/04

Tiragem

500 exemplares

Data

Novembro 2004

**RESERVADOS TODOS OS DIREITOS
REPRODUÇÃO PROIBIDA**

Determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas ¹

Telma Correia

Escola Superior de Gestão, Hotelaria e Turismo, Universidade do Algarve

Resumo

O presente estudo visa identificar os determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas. Pretende-se testar o poder explicativo dos principais determinantes identificados pelas várias teorias da estrutura de capital no comportamento financeiro das empresas familiares e, identificar outros determinantes com base nas suas especificidades.

A investigação incide sobre um conjunto de empresas familiares portuguesas que se constituíram como associados fundadores da Associação Portuguesa das Empresas Familiares (APEF). A informação financeira e não financeira foi recolhida através da aplicação de um questionário específico.

Utilizando como metodologia estatística a regressão linear múltipla, os resultados obtidos revelam que os determinantes financeiros da estrutura de capital que influenciam o processo de tomada de decisão de financiamento dos proprietários das empresas familiares investigadas são: rendibilidade, valor de garantia dos activos, variabilidade dos resultados, reputação, poupança fiscal não associada à dívida e dimensão. O crescimento da empresa não parece ser determinante da estrutura de capital destas empresas. Quanto às variáveis de especificidade das empresas familiares, os resultados dos modelos de regressão sugerem que o endividamento total das empresas familiares é, em parte, determinado pelo nível de geração incorporado e pela antiguidade do director financeiro. O controlo familiar, o plano estratégico e o facto do director financeiro ser membro familiar parecem não explicar o comportamento financeiro das empresas estudadas.

Face aos resultados obtidos, pode-se afirmar que a decisão de financiamento das empresas familiares é influenciada não só por factores financeiros, mas também por outras especificidades dessas empresas.

Palavras-chave: Determinantes da Estrutura de Capital, Empresas Familiares, Endividamento Total, Estrutura de Capital.

Abstract

This study aims at identifying the determinants of capital structure in Portuguese family businesses. It endeavours to examine the explanatory capacity of the main determinants identified by several theories of capital structure in the financial behaviour of family businesses, as well as identifying other determinants based on their specific characteristics.

¹ Este artigo foi elaborado com base na dissertação de mestrado em Finanças Empresariais da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, a qual foi orientada pela Professora Doutora Fernanda Matias e defendida publicamente em Novembro de 2003.

The investigation focus on a set of Portuguese family businesses that constituted themselves as founder-members of the Associação Portuguesa das Empresas Familiares (APEF). Both financial and non-financial information were collected through a specific questionnaire.

Using the multiple linear regression as statistical methodology, the results showed that the financial determinants of the capital structure which influenced the decision of financing the investigated owners of family businesses were: profitability, collateral value of assets, volatility of earnings, reputation, non-debt tax shield and dimension. The business growing does not seem to be relevant to the capital structure of such businesses. As to the specificity variables of family businesses, the results of regression models suggest that the total debt ratio of family businesses is partly determined by the incorporated generation level and by the antiquity of the financial manager. The family control, the strategic planning and the financial manager being a member of the family do not seem to explain the financial behaviour of the considered businesses.

In view of the obtained results, one can state that the decision of financing a family business is influenced not only by financial factors but also by other internal specificities.

Keywords: Determinants of Capital Structure, Family Business, Total Debt, Capital Structure.

1 Introdução

As empresas satisfazem as suas necessidades financeiras recorrendo a capitais próprios e capitais alheios. Esta situação leva a ponderar sobre que proporções de capital próprio e alheio devem ser utilizadas pela empresa de modo a maximizar o seu valor, ou seja, qual será a estrutura de capital óptima da empresa?

Várias são as teorias da estrutura de capital que surgiram nas últimas quatro décadas e que tentam explicar a combinação entre capitais próprios e alheios utilizada pela empresa no financiamento das suas necessidades.

Os modelos estáticos da estrutura de capital (*static tradeoff models*) defendem que as empresas pretendem atingir um rácio objectivo óptimo de endividamento que maximize o seu valor através de um *tradeoff* de custos e benefícios. A teoria da hierarquização do financiamento, baseada na assimetria de informação, defende que a empresa prefere endividar-se a emitir acções quando os fundos gerados internamente não são suficientes para satisfazer todas as suas necessidades de capital. Outras teorias tentam explicar as escolhas de financiamento das empresas com base em argumentos de natureza comercial, em considerações de controlo e na perspectiva estratégica.

Numa corrente oposta está o modelo de Modigliani e Miller (1958), que defendeu a irrelevância da estrutura de capital como factor de valorização da empresa.

Foi na sequência da publicação do artigo conceptual de Modigliani e Miller (1958) “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, que a problemática da estrutura de capital tornou-se um dos temas centrais das finanças empresariais, tendo sido objecto de numerosos estudos.

O modelo de Modigliani e Miller (1958) assenta nos pressupostos dos mercados de capitais perfeitos, nomeadamente, a inexistência de impostos, de custos de falência, de custos de agência e de informação assimétrica. O reconhecimento dessas imperfeições motivou o aparecimento de várias teorias da estrutura de capital.

Não obstante o desenvolvimento das teorias financeiras da estrutura de capital, os resultados obtidos na investigação empírica são pouco homogêneos. Alguns resultados confirmam as hipóteses formuladas com base na teoria, outros revelam fraco e inconclusivo suporte empírico ou até mesmo, refutam as predições efectuadas, outros ainda, sugerem novos determinantes. A evidência da investigação realizada sobre os determinantes da estrutura de capital sugere que a problemática da estrutura de capital está longe de ser resolvida, a par da necessidade de prosseguir com a investigação teórica e empírica nesta área.

Grande parte da pesquisa sobre a estrutura de capital tem incidido sobre as empresas de grande dimensão. Um número limitado de estudos tem sido dirigido às pequenas e médias empresas, sendo esta carência particularmente evidente nas investigações sobre os factores que influenciam as decisões de financiamento das empresas familiares.

As empresas familiares constituem um dos principais agentes da economia, tanto no âmbito nacional como no internacional. A literatura recente sobre as empresas familiares sugere que este tipo de empresa possui características que lhe são únicas, levando alguns investigadores a defender que o processo de tomada de decisão da estrutura de capital das empresas familiares é influenciado não só por factores financeiros, mas também pelas características relacionadas com a empresa, a família e os proprietários.

Esta investigação pretende essencialmente aprofundar a perspectiva empírica da temática da estrutura de capital, testando a aplicabilidade das teorias financeiras da estrutura de capital às empresas familiares portuguesas e, verificando a existência de determinantes não financeiros da estrutura de capital relacionados com a especificidade dessas empresas.

O presente estudo está organizado em quatro secções. Inicialmente será apresentada uma breve revisão da literatura sobre as teorias da estrutura de capital e sobre as principais especificidades das empresas familiares que poderão influenciar o seu comportamento financeiro. Seguidamente, apresentam-se as hipóteses de estudo e a metodologia de investigação adoptada. Posteriormente, são expostos e discutidos os resultados obtidos e, por fim, apresentam-se as principais conclusões do estudo.

2. Revisão da literatura

2.1 Teorias da estrutura de capital

A abordagem tradicional da estrutura de capital defende a existência de uma combinação de capital próprio e alheio que permite maximizar o valor de mercado da empresa e minimizar o seu custo de capital médio ponderado, isto é, os tradicionalistas admitem a existência de uma estrutura óptima de capital para cada empresa.

O modelo de Modigliani e Miller (MM), apresentado em 1958, refuta teoricamente a tese tradicional da estrutura de capital apoiado nos pressupostos dos

mercados de capitais perfeitos. Defende que o valor da empresa não depende da estrutura de financiamento, mas sim das decisões de investimento tomadas pelos seus gestores.

Na sequência da publicação do trabalho de MM (1958), a temática da estrutura de capital foi alvo de elevada atenção na literatura financeira, tendo surgido novas teorias baseadas na violação de um ou de outro pressuposto do modelo de MM, especificadamente, a teoria do efeito fiscal (e.g., DeAngelo e Masulis, 1980; Miller, 1977; MM, 1963), a teoria dos custos de falência (e.g., Kim, 1978; Scott, 1976; Kraus e Litzenberger, 1973), a teoria dos custos de agência (e.g., Harris e Raviv, 1990; Stulz, 1990; Jensen, 1986; Titman, 1984; Myers, 1977; Jensen e Meckling, 1976) e a teoria da informação assimétrica (e.g., Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Leland e Pyle, 1977; Ross, 1977).

No âmbito da teoria do efeito fiscal, MM, em 1963, corrigiram o seu modelo inicial, admitindo a presença de imposto sobre o rendimento das empresas, e passaram a defender a existência de uma estrutura óptima de capital para cada empresa que é atingida quando o seu nível de endividamento é total. O impacto conjunto dos impostos sobre o rendimento das empresas e das pessoas físicas foi estudado por Miller (1977), que negou novamente a existência de uma estrutura óptima de capital. DeAngelo e Masulis (1980), numa extensão do modelo de Miller, investigaram a existência de outros benefícios fiscais não associados à dívida e concluíram que a estrutura de capital não é neutra em relação ao nível de endividamento.

Quanto à teoria dos custos de falência, os seus defensores conceptualizam uma estrutura óptima de capital baseada na consideração conjunta dos custos de falência e do efeito fiscal da dívida, e que é alcançada quando os custos esperados de falência da empresa igualam as vantagens fiscais do seu endividamento.

A teoria da agência como teoria da estrutura de capital desenvolveu-se em meados da década de setenta, quando os investigadores deixaram de observar a empresa como uma unidade homogénea e reconheceram que nela existem vários grupos de agentes económicos que têm objectivos e interesses distintos. O trabalho de Jensen e Meckling (1976), "*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*", foi pioneiro na aplicação da teoria da agência ao problema da estrutura de capital. Estes especialistas defendem a existência de um nível óptimo da estrutura de capital que é conseguido quando a empresa minimiza a soma dos seus custos de agência do capital próprio e da dívida.

A teoria da informação assimétrica introduz como factores explicativos da estrutura de capital a assimetria de informação existente entre os agentes internos, proprietários ou gestores, e os externos, em particular, os investidores, e os mecanismos de sinalização que os gestores podem utilizar para transmitir informação aos investidores. Leland e Pyle (1977) e Ross (1977) foram os primeiros autores a investigar a escolha da estrutura de capital como sinal de transmissão de informação dos gestores aos investidores externos. Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), por sua vez, examinaram os efeitos da informação assimétrica nas decisões de financiamento da empresa. Myers (1984) desenvolveu a designada "*Pecking Order Theory*". Esta teoria defende que a empresa prefere o financiamento interno ao externo e a dívida ao capital próprio.

O reconhecimento da insuficiência do paradigma financeiro para explicar a estrutura de capital das empresas, levou ao aparecimento, no final da década de oitenta, de novas teorias baseadas na interação produto/mercado (e.g., Maksimovic e Titman, 1991, Maksimovic, 1988; Brander e Lewis, 1986; Titman, 1984), em considerações de controlo (e.g., Israel, 1991; Harris e Raviv, 1988; Stulz, 1988) e na perspectiva estratégica (e.g., Choate, 1997; Williamson, 1988; Barton e Gordon, 1987), que ofereceram uma nova visão ao estudo do comportamento financeiro das empresas. Todavia, o trabalho teórico e empírico desenvolvido nestas áreas ainda é escasso.

2.2 Empresas familiares

Desde a década de noventa que a pesquisa na área das empresas familiares (EF) tem sido objecto de uma atenção especial por parte de académicos e investigadores. O reconhecimento de que as EF são a forma de empresa que prevalece na sociedade, o importante papel que desempenham como geradoras de emprego e de riqueza e a tomada de consciência das especificidades e dos problemas das EF são razões apontadas por alguns investigadores (e.g., Romano *et al.*, 2000; Guerra, 1998) para justificarem o crescente e recente interesse pelo estudo deste tipo de empresa.

De acordo com estudos teóricos e empíricos existentes, as EF constituem a forma de empresa que prevalece nos Estados Unidos, na Austrália e em diversos países da Europa¹. Em Portugal, segundo a Associação Portuguesa das Empresas Familiares (APEF), as EF têm um peso de 80% no tecido empresarial português e são responsáveis por 60% do PIB (Felismino, 2000). No entanto, o grau de importância a atribuir à EF na economia é bastante sensível à definição de EF utilizada na investigação². Durante a revisão da literatura sobre as EF foram encontradas mais de quarenta definições. A inexistência de um critério claro para diferenciar as EF das demais empresas, dificulta a comparabilidade dos resultados obtidos nos estudos empíricos e, conseqüentemente, o desenvolvimento da investigação sobre as EF.

¹ Nos E.U.A., país onde tem recaído a maior parte dos estudos, as pesquisas revelam que entre 90% e 95% do total das empresas americanas são EF, as quais geram entre 50% e 60% do PIB e empregam entre 40% e 60% da força de trabalho (e.g., Corbetta e Montemerlo, 1999; Smyrniotis *et al.*, 1998; Rock, 1997; Gallo e Ribeiro, 1996; Ward e Aronoff, 1990; Horton, 1986). Na Austrália, mais de 80% das sociedades por quotas e 25% das sociedades anónimas são controladas por famílias (Baring, 1992, citado por Flören, 1998). Em Espanha, Gallo (1995), com base numa amostra que representava estatisticamente 80% do total das empresas espanholas, identificou que 71% eram familiares. Destas, a facturação, o número de efectivos e o volume de exportação representavam, respectivamente, 61%, 62% e 59% de toda a amostra. Reidel (1994), citado por Flören (1998), estimou que na Alemanha as EF correspondem a 80% do total das empresas alemãs. Na Holanda, cerca de 50% das empresas com mais de 100 empregados são EF. Esta percentagem aumenta para mais de 80% quando são consideradas somente as pequenas e médias empresas. As EF holandesas criam entre 59% e 68% de emprego no sector privado e representam entre 39% e 46% do emprego total na Holanda. Em relação ao PIB da economia holandesa, as EF representam entre 40% e 60% (Flören, 1998).

² Westhead e Cowling (1998), estudaram 427 empresas não cotadas do Reino Unido, aplicando sete definições de EF construídas com base em quatro critérios (envolvimento familiar, propriedade familiar, gestão familiar e transição inter-geracional de propriedade). Os investigadores constataram que aquando da utilização de uma definição baseada apenas num critério, nomeadamente, no envolvimento familiar ou na propriedade familiar, cerca de 79% e 81% das empresas investigadas eram classificadas como EF, respectivamente. Quando utilizaram uma definição de EF baseada na combinação dos quatro critérios, verificaram que a proporção de empresas classificadas como EF caía para 15%.

As EF são particularmente caracterizadas pelo envolvimento da família nas actividades da empresa e nas actividades do proprietário, que proporciona-lhe importantes vantagens comparativamente às empresas não familiares (ENF). De acordo com os objectivos do presente estudo destacam-se os seguintes pontos fortes das EF:

- Coincidência de interesses entre accionistas e gestores (McConaughy *et al.*, 1996; Vilaseca, 1995a; Daily e Dollinger, 1992; Donnelley, 1964);
- Maior nível de confiança entre os membros familiares (APEF; Tagiuri e Davis, 1996; Aronoff e Ward, 1995);
- Maior facilidade de comunicação entre sócios (APEF; Rock, 1997; Tagiuri e Davis, 1996);
- Maior possibilidade de obter entre-ajudas em situações de crise ou de novas iniciativas (APEF; Horton, 1986; Donnelley, 1964);
- Boa vontade por parte dos membros familiares em sacrificarem-se a favor da empresa (Aronoff e Ward, 1995; Donnelley, 1964);
- Possibilidade de obter custos de capital mais baixos (Martins, 1999; Aronoff e Ward, 1995);
- Orientação da actividade numa perspectiva de longo prazo (Rock, 1997; Ussman, 1996; Donnelley, 1964);
- Lealdade familiar (Tagiuri e Davis, 1996; Ussman, 1996; Donnelley, 1964);
- Reputação familiar (Tagiuri e Davis, 1996; Ussman, 1996; Dailey et al., 1977; Donnelley, 1964).

Contudo, as EF registam, em média, uma esperança de vida sensivelmente metade da verificada nas ENF, cerca de 24 anos, o que corresponde, na prática, à presença do fundador da empresa, ou seja, à existência da 1ª geração, e apenas 30% das EF sobrevivem à 2ª geração e 15% à 3ª geração (Ward, 1986; citado por Gallo e Ribeiro, 1996).

Vários são os autores que têm investigado as eventuais razões que poderão justificar os frequentes fracassos na continuidade e no crescimento das EF. Além daquelas que afectam qualquer tipo de empresa, como sejam, as crises económicas, as mudanças no meio envolvente e as evoluções tecnológicas, poder-se-ão acrescentar riscos específicos das EF, nomeadamente, as designadas “Armadilhas das EF” referidas por Gallo (1995): “Confusão entre o facto de ser proprietário e o de ter capacidade de gestão”, “Confusão dos fluxos económicos”, “Confusão dos laços de afecto próprios da família com os laços contratuais próprios da empresa” e “Adiar desnecessariamente a sucessão”. Outras razões identificadas por vários investigadores estão relacionadas com a:

- Existência de conflitos entre irmãos e entre pai e filho (Ward, 1997; Ussman, 1996);
- Dificuldade de acesso ao capital, em especial por parte das pequenas EF (Coleman e Carsky, 1999; Martins, 1999; Rock, 1997);
- Menor propensão da abertura do capital da empresa a membros não familiares (Gallo *et al.*, 2000; Martins, 1999; Ward, 1997; Ussman, 1996; Dreux, 1990; Miller e Rice, 1988; Gallo, 1995). A grande maioria das EF está integralmente fechada à

entrada de capital estranho à família, mesmo quando esse novo capital representa um alívio financeiro ou possibilita o investimento em novos produtos e/ou mercados, preferindo, muitas vezes, endividarem-se a sacrificarem alguma parte na votação do capital próprio;

- Dificuldade em passar da gestão familiar à gestão profissional (Rock, 1997; Miller e Rice, 1988).

A realidade das EF não se restringe às especificidades aqui apresentadas, pois é muito mais complexa. Em particular, pretendeu-se identificar certas especificidades das EF que, eventualmente, poderão afectar a tomada de decisão sobre a forma de financiamento das suas necessidades financeiras.

3 Hipóteses de estudo e metodologia de investigação

3.1 Hipóteses de estudo

As teorias financeiras da estrutura de capital referidas anteriormente constituem o quadro teórico de referência para a formulação das primeiras sete hipóteses de estudo. Com vista a identificar determinantes específicos da estrutura de capital das EF portuguesas, são formuladas cinco hipóteses baseadas em determinadas características das EF que poderão influenciar o seu comportamento financeiro.

Apresentam-se seguidamente as hipóteses de estudo a testar:

H1: O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com o seu nível de crescimento, *ceteris paribus*.

H2: O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com a sua dimensão, *ceteris paribus*.

H3: O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o seu nível de poupança fiscal não associado à dívida, *ceteris paribus*.

H4: O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o seu nível de rendibilidade, *ceteris paribus*.

H5: O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com o seu nível de reputação, *ceteris paribus*.

H6: O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com o valor de garantia dos seus activos, *ceteris paribus*.

H7: O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com a variabilidade dos seus resultados, *ceteris paribus*.

H8: O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com o controlo familiar, *ceteris paribus*.

H9: O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com a geração incorporada, *ceteris paribus*.

H10: O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com a existência de um plano estratégico redigido, *ceteris paribus*.

H11: O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com a antiguidade do seu director financeiro, *ceteris paribus*.

H12: O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o facto do director financeiro ser membro familiar, *ceteris paribus*.

3.2 Metodologia de investigação

3.2.1 Amostra e dados

A presente investigação sobre os determinantes da estrutura de capital versa sobre as EF portuguesas. A inexistência de bases de dados nacionais especificamente orientadas para a realidade das EF, dificultou a identificação prévia da natureza familiar. À semelhança de outros estudos (e.g., Vilaseca, 1995b, 1995a) e na presença em Portugal de uma associação de EF, a APEF, o universo inquirido no presente estudo restringiu-se às EF portuguesas que se constituíram como associados fundadores da referida associação.

A APEF foi constituída em Outubro de 1998, com cerca de 311 associados fundadores. De acordo com o artigo 5º do capítulo III dos seus estatutos podem ser associados, “as empresas portuguesas, em que a maioria, ou uma parte importante do seu capital social, seja detida por pessoas ligadas por laços familiares, ou aquelas em que o seu capital social esteja concentrado em poucas pessoas, e sempre que alguns desses detentores do capital participem nos órgãos de controlo e/ou de gestão da empresa, e neles exerçam uma influência decisiva, qualquer que seja o sector de actividade económica a que esta pertença” (pp. 8-9).

Dada a pequena dimensão do universo definido, não foi aplicado qualquer método de amostragem para a determinação da dimensão da amostra.

Analisado o universo a inquirir, foram excluídos os empresários em nome individual e as sociedades gestoras de participações sociais (SGPS), dadas as características muito específicas destes tipos de empresa, o que implicou a redução do universo inquirido para 283 EF. Todavia, a amostra alvo foi composta por 279 EF portuguesas, uma vez que em relação às restantes quatro empresas não foi possível identificar o endereço postal para posterior aplicação do instrumento de recolha de dados utilizado – inquérito por questionário.

Para a prossecução da investigação empírica procedeu-se à recolha de dois tipos de informação: financeira e não financeira. Os dados financeiros respeitam a indicadores do balanço e da demonstração de resultados relativos aos anos 1998, 1999 e 2000. A informação não financeira destina-se essencialmente a captar as especificidades das EF portuguesas, em particular aquelas que poderão afectar o processo de tomada de decisão da estrutura de capital. Toda a informação necessária

ao presente estudo foi recolhida através de inquérito por questionário enviado via postal a cada uma das 279 empresas constantes na amostra alvo. Para um número reduzido de empresas, as que se identificaram no envelope de resposta ou em carta anexa ao questionário mas que não completaram o grupo III – Caracterização económico-financeira da empresa, recorreu-se a fontes de informação de natureza secundária, nomeadamente, às Conservatórias do Registo Comercial para obtenção dessa informação.

O questionário era composto por quatro grupos: I - Identificação da empresa, II – Caracterização genérica da empresa, III – Caracterização económico-financeira da empresa e IV – Caracterização do director financeiro da empresa.

Foram obtidos 68 questionários devidamente completos, que corresponde a uma taxa de resposta de 24,4%. A metodologia estatística seguida no tratamento dos dados – regressão linear múltipla – obrigou a sujeitar a amostra obtida a um processo de análise de observações aberrantes (atípicas) referente à variável dependente e às variáveis explicativas, tendo sido eliminadas quatro observações, o que contribuiu para reduzir a dimensão da amostra de trabalho para 64 empresas.

3.2.2 Variáveis dependente e independentes

A variável da estrutura de capital a utilizar é baseada em valores contabilísticos à semelhança do que tem sucedido na maior parte da investigação empírica sobre os determinantes da estrutura de capital. Não obstante, alguns autores utilizaram valores de mercado, particularmente o valor de mercado do capital próprio, na tentativa de obterem resultados mais consistentes com a teoria³.

As variáveis financeiras são calculadas com base numa média aritmética simples dos valores contabilísticos de cada variável, observados durante o período 1998-2000, para cada empresa. As variáveis não financeiras, na sua quase totalidade, reportam ao momento do preenchimento do questionário (ano 2002).

Variável Dependente

Endividamento Total – Percentagem do activo total líquido que é financiada pela totalidade do capital alheio.

Variáveis Independentes⁴

Crescimento – Taxa de crescimento anual composta pelo peso do imobilizado total líquido relativamente ao activo total líquido.

³ Thies e Klock (1992) argumentam a favor do uso de informação contabilística, referindo que os dados contabilísticos da dívida reflectem melhor o rácio de endividamento objectivo da empresa e estão mais facilmente disponíveis. No seu estudo empírico, investigaram os determinantes usando valores contabilísticos e valores de mercado no cálculo do rácio de endividamento e obtiveram resultados semelhantes.

⁴ Na investigação aplicada à estrutura de capital observou-se que as variáveis independentes podem ser operacionalizadas através de vários indicadores. No presente estudo foram definidos diversos indicadores para medir cada uma das variáveis, todavia foi seleccionado aquele que apresentou um nível de correlação maior com a variável dependente e que, de certa forma, não tinha uma dependência linear com outros indicadores.

Dimensão – Logaritmo natural do activo total líquido.

Poupança Fiscal não Associada à Dívida – Peso das amortizações do exercício relativamente aos resultados antes de juros e impostos.

Rendibilidade – Peso do resultado líquido relativamente ao activo total líquido.

Reputação – Número de anos de vida da empresa.

Valor de Garantia do Activo – Peso do imobilizado total líquido relativamente ao activo total líquido.

Variabilidade dos Resultados – Coeficiente de dispersão das vendas e prestação de serviços.

Controlo Familiar – Percentagem de capital social detida pelos membros familiares da empresa.

Geração – Variável *dummy*: 0 = empresa em 2ª geração ou seguintes e 1 = empresa em 1ª geração.

Plano Estratégico – Variável *dummy*: 0 = inexistência de um plano estratégico redigido e 1 = existência de um plano estratégico redigido.

Antiguidade do Director Financeiro na Empresa – Número de anos de serviço do director financeiro na empresa.

Director Financeiro como Membro Familiar – Variável *dummy*: 0 = director financeiro é membro familiar e 1 = director financeiro não é membro familiar.

3.2.3 Metodologia estatística

Neste estudo é utilizado o modelo de regressão linear múltipla (MRLM), método dos mínimos quadrados (OLS), para determinar o poder explicativo de variáveis financeiras e não financeiras como possíveis determinantes da estrutura de capital das EF portuguesas estudadas. Trata-se de um estudo com dados do tipo seccional. Aliás, a regressão linear múltipla e a abordagem seccional constituem a técnica estatística e o tipo de modelo econométrico, respectivamente, predominantes entre os estudos empíricos elaborados sobre os determinantes da estrutura de capital⁵.

Especificação dos Modelos:

1. Modelo Financeiro

⁵ Exemplos de estudos empíricos: Short *et al.* (2002), Matias (2000), Romano *et al.* (2000), Coleman e Carsky (1999), Gama (1999), Moh'd *et al.* (1998), Jordan *et al.* (1998), Baptista (1997), Jorge (1997), Augusto (1996), Chittenden *et al.* (1996), Vilaseca (1995b), Lowe *et al.* (1994), Chaplinsky e Niehaus (1993), Chung (1993), Thies e Klock (1992), Constand *et al.* (1991), Crutchley e Hansen (1989), Baskin (1989), Barton *et al.* (1989), Titman e Wessels (1988), Friend e Lang (1988), Friend e Hasbrouck (1988), Barton e Gordon (1988), Kim e Sorensen (1986), Bradley *et al.* (1984) e Ferri e Jones (1979).

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \beta_5 X_{5i} + \beta_6 X_{6i} + \beta_7 X_{7i} + \mu_i$$

2. Modelo Financeiro, incluindo o Controlo Familiar

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \beta_5 X_{5i} + \beta_6 X_{6i} + \beta_7 X_{7i} + \beta_8 X_{8i} + \mu_i$$

3. Modelo Financeiro, incluindo a Geração

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \beta_5 X_{5i} + \beta_6 X_{6i} + \beta_7 X_{7i} + \beta_9 D_{1i} + \mu_i$$

4. Modelo Financeiro, incluindo o Plano Estratégico

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \beta_5 X_{5i} + \beta_6 X_{6i} + \beta_7 X_{7i} + \beta_{10} D_{2i} + \mu_i$$

5. Modelo Financeiro, incluindo a Antiguidade do Director Financeiro na Empresa

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \beta_5 X_{5i} + \beta_6 X_{6i} + \beta_7 X_{7i} + \beta_{11} X_{9i} + \mu_i$$

6. Modelo Financeiro, incluindo o Director Financeiro como Membro Familiar

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \beta_5 X_{5i} + \beta_6 X_{6i} + \beta_7 X_{7i} + \beta_{12} D_{3i} + \mu_i$$

onde:

i = 1, 2, ..., n observações

Y = variável dependente ou explicada que representa o rácio de endividamento total médio observado no período de 1998 a 2000;

β = coeficientes de regressão parciais a estimar;

X = variáveis independentes, explicativas ou regressores;

X_{1i} = crescimento;

X_{2i} = dimensão;

X_{3i} = poupança fiscal não associada à dívida;

X_{4i} = rendibilidade;

X_{5i} = reputação;

X_{6i} = valor de garantia do activo;

X_{7i} = variabilidade dos resultados;

X_{8i} = controlo familiar;

X_{9i} = antiguidade do director financeiro na empresa;

D_{1i} = geração;

D_{2i} = plano estratégico;

D_{3i} = director financeiro como membro familiar;

μ_i = variável aleatória residual que representa a variância de Y que não é explicada pelo conjunto de variáveis independentes consideradas no modelo.

4. Apresentação e discussão dos resultados

4.1 Apresentação dos resultados

A Tabela 1 sintetiza os resultados dos testes das hipóteses formuladas obtidos em cada modelo de regressão ajustado.

Tabela 1 – Síntese dos Resultados dos Testes de Hipóteses (MRLM)

Hipóteses ¹		Evidência Empírica ²	Modelo
N.º	Relação Prevista		
1	+	Fracamente rejeitada	Modelos 1, 2, 3, 4, 6
		Fracamente suportada	Modelo 5
2	+	Fracamente rejeitada	Modelos 1, 2, 6
		Moderadamente rejeitada	Modelos 3, 4, 5
3	-	Moderadamente suportada	Modelos 1, 2, 3, 4, 6
		Fracamente suportada	Modelo 5
4	-	Fortemente suportada	Todos os modelos
5	+	Fortemente rejeitada	Todos os modelos
6	+	Fortemente rejeitada	Todos os modelos
7	-	Fortemente rejeitada	Todos os modelos
8	+	Fracamente suportada	Modelo 2
9	+	Moderadamente suportada	Modelo 3
10	+	Fracamente suportada	Modelo 4
11	-	Fortemente suportada	Modelo 5
12	-	Fracamente suportada	Modelo 6

¹ As hipóteses formuladas constam na sub-secção 3.1.

² Legenda (adaptada de Jordan *et al.*, 1998: 22):

“Suportada” – o sinal do coeficiente estimado está de acordo com a hipótese formulada.

“Rejeitada” – o sinal do coeficiente estimado contradiz o da hipótese formulada.

“Fortemente suportada” – a evidência que suporta a hipótese é significativa pelo menos a 5%.

“Moderadamente suportada” – a evidência que suporta a hipótese é significativa pelo menos a 10%.

“Fracamente suportada” – a evidência que suporta a hipótese não é significativa pelo menos a 10%.

“Fortemente rejeitada” – a evidência que contradiz a hipótese é significativa pelo menos a 5%.

“Moderadamente rejeitada” – a evidência que contradiz a hipótese é significativa pelo menos a 10%.

“Fracamente rejeitada” – a evidência que contradiz a hipótese não é significativa pelo menos a 10%.

Através do modelo financeiro (modelo1) foram testadas as hipóteses 1, 2, 3, 4, 5, 6 e 7. O modelo de regressão é estatisticamente significativo e explica cerca de 55,3% da variabilidade total do rácio de endividamento estudado, conforme indicado pelo coeficiente de determinação ajustado⁶.

A variável rendibilidade apresenta uma relação negativa estatisticamente significativa com o nível de endividamento total, suportando fortemente a hipótese 4. Os valores do teste *t* indicam que a variável rendibilidade é a mais importante na explicação do endividamento total. Os coeficientes das variáveis reputação, valor de garantia dos activos e variabilidade dos resultados são estatisticamente significativos, embora a natureza da relação seja contrária à prevista, o que permite rejeitar fortemente as hipóteses 5, 6 e 7, respectivamente. A hipótese 3 que prevê uma relação negativa entre o nível de poupança fiscal não associado à dívida e o nível de

⁶ Maroco (2003) considera que o valor de R^2 é algo subjectivo, referindo que para as ciências sociais valores de R^2 superiores a 0,5 são geralmente aceites como indicadores de um bom ajustamento do modelo.

endividamento da empresa é moderadamente suportada. O nível de crescimento da empresa e a sua dimensão parecem não exercer influência nas decisões de financiamento da EF, pelo que as hipóteses 1 e 2, respectivamente, não são confirmadas.

O resultado da regressão para a hipótese 8 é apresentado no modelo 2. Este é estatisticamente significativo e explica 54,5% da variância total do endividamento. Comparativamente ao modelo financeiro a qualidade do ajustamento do modelo piorou ligeiramente com a introdução da variável controlo familiar, sugerindo a falta de poder explicativo da mesma no nível de endividamento total. Apesar da natureza da relação ser consistente com a prevista na hipótese 8, o coeficiente da variável controlo familiar não é estatisticamente significativo, pelo que a respectiva hipótese é fracamente suportada.

O modelo 3 respeitante à hipótese 9 é estatisticamente significativo e explica cerca de 57,3% da variabilidade total da variável dependente. A bondade do ajustamento do modelo financeiro melhorou com o acréscimo da variável geração. O sinal do coeficiente da variável *dummy* relativa à geração é de natureza idêntica à sugerida na hipótese formulada, sendo a relação estatisticamente significativa a 5,9%, conferindo moderado suporte à hipótese 9, ou seja, as EF que se encontram na primeira geração apresentam níveis de endividamento menores do que as EF que têm incorporada a 2^a, 3^a e 4^a geração. O coeficiente da variável dimensão com a inclusão da variável geração no modelo financeiro tornou-se estatisticamente significativo pelo menos a 10%, embora a natureza da relação seja contrária à sugerida na hipótese 2.

Ao modelo financeiro foi introduzida a variável plano estratégico para o teste da hipótese 10 (modelo 4). A bondade do ajustamento do modelo financeiro sofreu um ligeiro decréscimo com a inclusão da referida variável, indiciando inexistência de poder explicativo no nível de endividamento. O coeficiente da variável *dummy* relativa ao plano estratégico não é significativo do ponto de vista estatístico, apesar da natureza da relação ser idêntica à prevista, o que confere fraco suporte à hipótese 10. O coeficiente da variável dimensão tornou-se estatisticamente significativo no modelo 4, pelo menos a 10%.

Os resultados da regressão para a hipótese 11, revelam que o modelo 5 é estatisticamente significativo e explica 58,2% da variabilidade da variável dependente. A qualidade do ajustamento do modelo financeiro melhorou com a introdução da variável antiguidade do director financeiro, significando que a referida variável trouxe informação adicional para a explicação do nível de endividamento total da empresa. O coeficiente da variável antiguidade do director financeiro é negativo e estatisticamente significativo pelo menos a 5%, ou seja, espera-se que o nível de endividamento total seja menor nas EF onde o director financeiro tem mais anos de serviço do que nas restantes EF. Os resultados conferem forte suporte à hipótese 11. A evidência empírica relativa às hipóteses 1, 2 e 3 foi afectada pela inclusão da variável antiguidade do director financeiro, comparativamente ao modelo 1.

O modelo 6 referente a hipótese 12 é estatisticamente significativo e explica 54,6% da variância total do rácio de endividamento estudado. Comparando com o modelo financeiro, a qualidade do ajustamento do modelo piorou ligeiramente com a inclusão da variável relativa ao facto do director financeiro ser membro familiar, acusando a falta de poder explicativo da mesma no nível de endividamento total. O

coeficiente da variável *dummy* respeitante ao facto do director financeiro ser membro familiar é consistente com a relação esperada, isto é, as EF cujo director financeiro não faz parte da família são as que registam um maior nível de endividamento. Todavia, a relação encontrada não se mostra significativa do ponto de vista estatístico, pelo que os resultados conferem um fraco suporte à hipótese 12.

4.2 Discussão dos resultados

Os resultados de todos os modelos de regressão ajustados revelam que a rendibilidade constitui um dos determinantes mais importantes na explicação da estrutura de capital das EF estudadas. A rendibilidade do activo e o nível de endividamento apresentam uma relação inversa, ou seja, as EF mais rentáveis registam menores rácios de dívida. Esta relação é consistente com a teoria da hierarquização do financiamento de Myers (1984), que defende que o rácio de endividamento da empresa altera-se quando existe um desequilíbrio entre os fundos gerados internamente e as oportunidades de investimento da empresa, significando que as EF investigadas financiam-se com fundos gerados internamente e só quando estes se mostram insuficientes para financiar o seu crescimento é que recorrem a fontes de financiamento externas.

Relativamente à variável valor de garantia dos activos, a evidência deste estudo sugere que as EF estudadas que possuem um elevado valor de garantia dos activos registam um nível de endividamento total menor. A referida relação negativa sustenta a predição da teoria do efeito fiscal, nomeadamente, o modelo de DeAngelo e Masulis (1980), que defende que quanto maior for o valor do activo da empresa maior será o volume de amortizações, que por sua vez limitam a capacidade da empresa para explorar a poupança fiscal associada ao endividamento. Outra provável explicação para a relação negativa encontrada está relacionada com o facto de a dívida poder ser garantida com activos e/ou recursos pessoais da família proprietária. Dailey *et al.* (1977) referem que a capacidade de endividamento das EF é determinada pelo valor colateral dos activos pessoais dos proprietários familiares.

O resultado obtido na relação entre a variabilidade dos resultados e o rácio de endividamento total refuta a hipótese formulada e os argumentos tradicionais de que as empresas com maior variabilidade dos resultados apresentam menores níveis de dívida. Todavia, a relação positiva encontrada sustenta a predição de Myers (1977) no contexto dos custos de agência derivados do endividamento, defendendo que o impacto da dívida com risco é menor no valor de mercado das empresas que tomam opções de investimento em activos que são relativamente arriscados, face aos existentes. Outra provável justificação para a relação positiva encontrada está relacionada com o facto das EF utilizarem activos e/ou recursos pessoais para garantirem os seus empréstimos bancários, fazendo com que o risco do negócio da empresa não seja separável do risco pessoal. Acresce que os dados contabilísticos das EF não reflectem a sua verdadeira situação financeira. Neves (1999) concluiu que após o ajustamento das peças contabilísticas das EF portuguesas estudadas, os seus resultados foram melhorados por “um índice de riqueza” de 2,13. Provavelmente as instituições bancárias, por vezes, concedem crédito às EF investigadas não tendo por base somente os seus dados contabilísticos, dado que estes não reflectem o seu

verdadeiro risco nem têm em consideração o risco pessoal dos membros familiares da empresa.

Os resultados de todos os estudos estatísticos efectuados nesta investigação sugerem que a reputação da empresa e o nível de endividamento estão inversamente relacionados. A reputação familiar pode justificar o recurso à dívida por parte das empresas mais jovens. Vários são os investigadores que defendem que as instituições bancárias enfatizam a reputação familiar aquando da concessão de fundos. É o conhecimento que se tem da família proprietária e o nome da família que está por detrás da empresa e que tem tradição em honrar as suas obrigações, que servem de garantia para a obtenção de empréstimos. Em relação às empresas de maior reputação, são mais maduras, apresentam menores taxas de crescimento, logo podem usufruir de fundos próprios para se financiarem.

A evidência deste estudo sugere que as EF investigadas que gozam de um maior nível de poupança fiscal não associado à dívida apresentam uma estrutura de capital menos endividada. Esta relação confirma a predição do modelo de DeAngelo e Masulis (1980), segundo a qual a poupança fiscal distinta do endividamento e a relacionada com a dedutibilidade dos juros da dívida actuam como substitutas entre si. O peso médio das amortizações do exercício relativamente ao resultado antes de juros e impostos registado pelas EF estudadas (72%), pode explicar a relação negativa encontrada.

A variável dimensão apresenta uma relação negativa e moderadamente significativa com o nível de endividamento total, sugerindo que as EF investigadas de menor dimensão apresentam maiores rácios de dívida. Este tipo de interacção é inconsistente com a hipótese de estudo formulada. A evidência encontrada nas variáveis valor de garantia dos activos e reputação da empresa indicia que os bens da família proprietária e o conhecimento que se tem da família servem de garantia para a obtenção de crédito, o que pode explicar de certa forma a capacidade de endividamento das pequenas EF. Adicionalmente, as grandes EF detentoras de activos e de resultados mais elevados apresentam uma maior capacidade de autofinanciamento e de retenção de resultados, logo endividam-se menos.

Os resultados sugerem que a variável crescimento não afecta o processo de tomada de decisão da estrutura de capital das EF investigadas. A relação encontrada além de não ser estatisticamente significativa é de natureza contrária à prevista, indiciando que as empresas com elevadas taxas de crescimento recorrem menos ao endividamento. A relação negativa verificada pode ser justificada com base na evidência sugerida pela variável rendibilidade, significando que os fundos gerados internamente pelas EF estudadas crescem a um ritmo maior do que a própria empresa, pelo que as empresas não sentem necessidade de recorrer a capital alheio para satisfazer o seu crescimento. Outras razões podem ser sugeridas mediante as características específicas das EF, para explicar o efeito insignificante na estrutura de capital do crescimento da empresa. De acordo com Dailey *et al.* (1977), os proprietários familiares perdem oportunidades de crescimento porque não estão dispostos a recorrer a fontes de financiamento externas, uma vez que apresentam uma preferência por manter em segredo a estrutura financeira da empresa. Adicionalmente, o crescimento da EF pode ser limitado pela incapacidade da empresa em aumentar o seu capital social; por um lado, os membros familiares podem não estar dispostos a

fazer investimentos adicionais na empresa ou simplesmente, preferem diversificar a sua carteira de negócios; por outro, está o desejo em manter a propriedade familiar. Por fim, salienta-se que as EF investigadas no triénio 1998-2000 apresentam uma taxa de crescimento do imobilizado relativamente ao valor do activo de somente 1%.

A evidência deste estudo revela que as EF cujo controlo familiar é elevado apresentam uma estrutura de capital mais endividada. Os resultados observados confirmam as afirmações de vários investigadores, segundo as quais as EF cuja propriedade familiar está fechada à entrada de capital estranho à família e que manifestam um forte desejo em reter o controlo familiar, limitam a obtenção de fundos próprios e reforçam o recurso a capitais alheios para financiarem as suas necessidades financeiras. Entre as empresas investigadas a propriedade familiar é geralmente fechada e concentrada; 96%, em média, do capital social das EF é detido por membros familiares, cinquenta e cinco EF são controladas em maioria absoluta pela família, e só em nove EF é que existem accionistas não familiares. Acresce que a propensão da maioria das EF à abertura do capital social a membros não familiares é muito fraca.

Os resultados obtidos com a variável geração sugerem que as EF em 1ª geração estão menos endividadas do que as EF que já incorporaram a 2ª, 3ª ou 4ª geração. Ward (1991, citado por Gallo, 1995) refere que um dos problemas das EF na passagem da 1ª para a 2ª geração é manter a propriedade nas mãos da família. Por outro lado, nesta fase a EF confronta-se também com a “tripla coincidência”- maturidade do negócio, declínio das capacidades de gestão e mudança nas necessidades de segurança e *status* do fundador e da sua família (Gallo, 1995). Um dos objectivos mais importantes apontados pelos dirigentes das EF inquiridas está relacionado com a construção de um património familiar – “Proporcionar riqueza ao(s) proprietário(s)”, que por sua vez espelha uma das circunstâncias adversas caracterizadas por Gallo (1995), e o quarto objectivo refere-se à expansão da dimensão da empresa. Neste contexto, os objectivos familiares e de crescimento das EF estudadas e a evidência sugerida pela variável controlo familiar permitem concluir que as EF depois de ultrapassarem a 1ª geração aumentam os seus níveis de endividamento.

A evidência sugere que o plano estratégico não influencia a tomada de decisão de financiamento dos proprietários das EF. A relação encontrada, embora sem significado estatístico, é consistente com a prevista, indiciando que as EF investigadas que possuem um plano estratégico redigido apresentam maiores níveis de endividamento. A referida relação positiva encontra fundamentação nos argumentos apresentados por Harvey e Evans (1995), segundo os quais as instituições bancárias aquando da avaliação de empréstimos realçam a importância da eficácia de um plano estratégico na empresa.

O endividamento total da empresa é, em parte, determinado pela antiguidade do director financeiro. As EF cuja antiguidade do director financeiro é mais elevada apresentam uma estrutura de capital menos endividada. A relação negativa é idêntica à prevista, sugerindo que a maior antiguidade está associada à menor propensão ao risco e à maior resistência à mudança por parte do director financeiro que, consequentemente, apresenta uma menor propensão para aproveitar oportunidades de investimento. Outra possível explicação relaciona-se com o amadurecimento dos negócios da empresa. Admitindo que a antiguidade mais elevada tem associada mais anos de actividade da empresa e a maturação dos negócios, significando maior

capacidade de gerar resultados e de reter fundos, o director financeiro com maior antiguidade na empresa depara-se com uma fonte alternativa de financiamento (autofinanciamento), pelo que recorrerá menos a capital alheio.

O facto do director financeiro ser membro familiar não contribui para explicar a estrutura de capital das EF. Os resultados obtidos a nível estatístico não se mostram significativos, embora sejam consistentes com a relação prevista, indicando que as EF cujo director financeiro é membro familiar apresentam rácios de dívida menores do que as empresas que têm um gestor profissional a gerir o departamento financeiro. As diferenças na estrutura de capital podem ser um reflexo dos diferentes estilos de gestão seguidos pelos gestores familiares e pelos gestores profissionais e/ou pela fraca propensão à dívida pelos gestores familiares que fazendo parte da família proprietária recorrem menos a capital alheio, dada a possibilidade da família incorrer em grandes perdas em caso de um investimento mal sucedido. Outra explicação pode ser aduzida à luz da teoria dos custos de agência. As empresas cuja propriedade e gestão estão separadas, situação que corresponderá às EF cujo director financeiro é um gestor profissional, podem incorrer em custos de agência derivados do conflito de interesses entre sócios/accionistas e dirigentes. Uma das origens de conflito está relacionada com o excesso de fundos de caixa disponível na empresa. Jensen (1986) e Stulz (1990) argumentam que o recurso à dívida, com os respectivos pagamentos de juros e amortização de capital, permite evitar a utilização indevida dos fundos excedentários por parte dos dirigentes. Neste sentido, as EF cujo director financeiro não é membro familiar devem apresentar uma estrutura de capital mais endividada.

5. Conclusão

A estrutura de capital das empresas familiares portuguesas estudadas é determinada por um conjunto de variáveis de natureza financeira. Os resultados do tratamento estatístico efectuado sugerem que as mais importantes são: a rendibilidade, o valor de garantia dos activos, a variabilidade dos resultados e a reputação. O nível de poupança fiscal não associado à dívida e a dimensão da empresa apresentam um poder explicativo menor, ao passo que o nível de crescimento parece não explicar o comportamento financeiro das empresas familiares em estudo.

Todavia, os resultados obtidos no ajustamento dos modelos de regressão linear múltipla, revelam que a bondade do ajustamento do modelo financeiro (modelo1) melhora com a inclusão de algumas das especificidades das empresas familiares, como é o caso da geração e da antiguidade do director financeiro. Esta constatação vai ao encontro das conclusões do estudo de Romano *et al.* (2000), que referem que o processo de tomada de decisão da estrutura de capital das empresas familiares é influenciado não só pelos determinantes financeiros tradicionais mas também, pelas características relacionadas com a empresa, a família e os proprietários das empresas familiares.

A evidência deste estudo sugere que as hipóteses da teoria da hierarquização do financiamento parecem proporcionar explicações sobre o comportamento financeiro seguido pelas empresas familiares investigadas, indiciando que as empresas financiam-

se com fundos gerados internamente e só quando estes se mostram insuficientes para financiar o seu crescimento é que recorrem a fontes de financiamento externas.

A teoria do efeito fiscal apresenta também um importante papel na explicação da estrutura de capital das empresas familiares, ao passo que a teoria dos custos de falência parece não explicar o comportamento financeiro destas empresas.

Não obstante estas conclusões, na maior parte das empresas familiares estudadas a propriedade e a gestão estão nas mãos da família, pelo que os aspectos da teoria da agência relacionados com a escolha da estrutura de capital óptima, que são conduzidos pela separação do controlo e da gestão, tornam-se frequentemente irrelevantes nestas empresas.

Perante os resultados alcançados, esta investigação corrobora com os estudos teóricos e empíricos que defendem que o paradigma financeiro é insuficiente para explicar a estrutura de capital das empresas. Conforme constatado, as empresas familiares apresentam características particulares que não podem ser ignoradas, dado constituírem determinantes específicos das suas decisões de financiamento e contribuírem para explicar as relações observadas entre o nível de endividamento e os determinantes financeiros.

Referências bibliográficas

- Associação Portuguesa das Empresas Familiares – Razões da Criação.
- Aronoff, C. E. e J. L. Ward (1995) Family-Owned Businesses: A Thing of the Past or a Model for the Future?, *Family Business Review*, 8, 2, 121-130.
- Augusto, M. A. G. (1996) *Determinantes da Estrutura do Capital das Empresas da Indústria Transformadora Portuguesa*, Dissertação de Mestrado não publicada, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Baptista, C. I. D. (1997) *Determinantes da Estrutura Financeira das Empresas Hoteleiras Portuguesas*, Dissertação de Mestrado não publicada, Unidade de Ciências Económicas e Empresariais da Universidade do Algarve/Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa.
- Barton, S. L. e P. J. Gordon (1987) Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?, *Academy of Management Review*, 12, 1, 67-75.
- Barton, S. L. e P. J. Gordon (1988) Corporate Strategy and Capital Structure, *Strategic Management Journal*, 9, 6, 623-632.
- Barton, S. L., N. C. Hill e S. Sundaram (1989) An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure, *Financial Management*, 18, 1, 36- 44.
- Baskin, J. (1989) An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, 18, 1, 26-35.
- Brander, J. A. e T. R. Lewis (1986) Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect, *American Economic Review*, 76, 5, 956-970.
- Bradley, M., G. A. Jarrell e E. H. Kim (1984) On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, 39, 3, 857-880.

- Chaplinsky, S. e G. Niehaus (1993) Do Inside Ownership and Leverage Share Common Determinants?, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 34, 4, 51-65.
- Chittenden, F., G. Hall e P. Hutchinson (1996) Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation, *Small Business Economics*, 8, 59-67.
- Choate, G. M. (1997) The Governance Problem, Asset Specificity and Corporate Financing Decisions, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 33, 75-90
- Chung, K. H. (1993) Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test, *Journal of Business Finance and Accounting*, 20, 1, 83-98.
- Coleman, S. e M. Carsky (1999) Sources of Capital for Small Family – Owned Businesses: Evidence from the National Survey of Small Business Finances, *Family Business Review*, 12, 1, 73-85.
- Constand, R. L., J. S. Osteryoung e D. A. Nast (1991) Asset-Based Financing and the Determinants of Capital Structure in the Small Firm, *Advances in Small Business Finance*, 29-45.
- Corbetta, G. e D. Montemerlo (1999) Ownership, Governance, and Management Issues in Small and Medium-Size Family Businesses: A Comparison of Italy and the United States, *Family Business Review*, 12, 4, 361-374.
- Correia, T. P. S. (2003) *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Familiares Portuguesas*, Dissertação de Mestrado não publicada, Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.
- Crutchley, C. E. e R. S. Hansen (1989) A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends, *Financial Management*, 18, 4, 36-46.
- Dailey, R. C., T. E. Reuschling e R. F. DeMong (1977) The Family Owned Business: Capital Funding, *American Journal of Small Business*, 2, 2, 30-39.
- Daily, C. M. e M. J. Dollinger (1992) An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms, *Family Business Review*, 5, 2, 117-139.
- DeAngelo, H. e R. W. Masulis (1980) Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, 8, 1, 3-29.
- Donnelley, R. G. (1964) The Family Business, in Aronoff, C. E., J. H. Astrachan e J. L. Ward (eds.) (1996) *Family Business Sourcebook II*, Georgia, Business Owner Resources, 4-18.
- Dreux, D. R. (1990) Financing Family Business: Alternatives to Selling Out or Going Public, *Family Business Review*, 3,3, 225-243.
- Estatutos da Associação Portuguesa das Empresas Familiares, APEF.
- Felismino, E. (2000) Empresas Familiares Representam 60% do PIB, *Semanário Económico*, 26 de Maio.
- Ferri, M. G. e W. H. Jones (1979) Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, *The Journal of Finance*, 34, 3, 631-644.
- Flören, R. H. (1998) The Significance of Family Business in the Netherlands, *Family Business Review*, 11, 2, 121-134.

- Friend, I. e J. Hasbrouck (1988) Determinants of Capital Structure, *Research in Finance*, 7, 1-19.
- Friend, I. e L. H. P. Lang (1988) An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *The Journal of Financial*, 43, 2, 271-281.
- Gallo, M. A. (1995) *Empresa Familiar - Texto y Casos*, Barcelona, Editorial Praxis, S.A..
- Gallo, M. A. e V. S. Ribeiro (1996) *A Gestão das Empresas Familiares*, Lisboa, Cadernos Iberconsult.
- Gallo, M. A., J. Tàpies e K. Cappuyns (2000) Comparison of Family and Non-Family Business: Financial Logic and Personal Preferences, Research Division, IESE, *Documento de Investigação 406 BIS*.
- Gama, A. P. B. M. (1999) *Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas*, Dissertação de Mestrado não publicada, Departamento de Gestão e Economia da Universidade da Beira Interior.
- Guerra, A. C. (1998) Um Futuro Promissor, *Revista Pequena e Média Empresa*, IAPMEI, III Série, 23, 1.
- Harris, M. e A. Raviv (1988) Corporate Control Contests and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 20, 55-86.
- Harris, M. e A. Raviv (1990) Capital Structure and the Informational Role of Debt, *The Journal of Finance*, 45, 2, 321-349.
- Harvey, M. e R. Evans (1995) Forgotten Sources of Capital for the Family-Owned Business, *Family Business Review*, 8, 3, 159-176.
- Horton, T. R. (1986) Managing in a Family Way, *Management Review*, 3.
- 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 Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 2, 323-329.
- Jensen, M. C. e W. H. Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 4, 305-360.
- Jordan, J., J. Lowe e P. Taylor (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 não publicada, Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho.
- Kim, E. H. (1978) A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity, *The Journal of Finance*, 34, 1, 45-63.
- Kim, W. S. e E. H. Sorensen (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.
- Kraus, A. e R. H. Litzenberger (1973) A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *The Journal of Finance*, 33, 4, 911-922.

- Leland, H. E. e D. H. Pyle (1977) Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, 32, 2, 371-387.
- Lowe, J., T. Naughton e P. Taylor (1994) The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companies, *Managerial and Decision Economics*, 15, 245-257.
- Maksimovic, V. (1988) Capital Structure in Repeated Oligopolies, *Rand Journal of Economics*, 19, 3, 389-407.
- Maksimovic, V. e S. Titman (1991) Financial Policy and Reputation for Product Quality, *Review Of Financial Studies*, 4, 1, 175-200.
- Maroco, J. (2003) *Análise Estatística – Com Utilização do SPSS*, Lisboa, Edições Sílabo.
- Martins, J. C. (1999) *Empresas Familiares*, Lisboa, Gabinete de Estudos e Prospectiva Económica do Ministério da Economia.
- Matias, M. F. L. I. (2000) *Estrutura de Capital e Especificidade dos Activos*, Tese de Doutoramento não publicada, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- McConaughy, D. L., M. Walker, G. V. Henderson e C. S. Mishra (1996) Founding Family-Controlled Firms: Efficiency and Value, in Habbershon, T. G. (ed.) (1996) *Power Up The Family Business – Proceedings of the 1996 Family Firm Institute Conference*, Philadelphia, Family Firm Institute, Inc, 19-35.
- Miller, M. H. (1977) Debt and Taxes, *The Journal of Finance*, 32, 2, 261-275.
- Miller, E. J. e A. K. Rice (1988) The Family Business in Contemporary Society, *Family Business Review*, 1, 2, 193-210.
- Modigliani, F. e M. H. Miller (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48, 3, 261-297.
- Modigliani, F. e M. H. Miller (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, 53, 3, 433-443.
- Moh'd, M. A., L. G. Perry e J. N. Rimbey (1998) The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*, 33, 3, 85-98.
- Myers, S. C. (1977) Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, Novembro, 147-175.
- Myers, S. C. (1984) The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, 39, 3, 575-592.
- Myers, S. C. e N. S. Majluf (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, 2, 187-221.
- Neves, J. C. (1999) The Wealthy Resource in Small Family Businesses: An Exploratory Study, Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Rock, S. (1997) *Gerir Empresas Familiares*, Mem Martins, Edições Cetop.
- Romano, C. A., G. A. Tanewski e K. X. Smyrniotis (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, *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Scott, J. H. (1976) A Theory of Optimal Capital Structure, *The Bell Journal of Economics*, 34, Inverno, 33-54.
- Short, H., K. Keasey e D. Duxbury (2002) Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis, *International Journal of the Economics of Business*, 9, 3, 375-399.
- Smyrnios, K., G. Tanewski e C. Romano (1998) Development of a Measure of the Characteristics of Family Business, *Family Business Review*, 11, 1, 49-60.
- Stulz, R. M. (1988) Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 20, 1-2, 25-54.
- Stulz, R. M. (1990) Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, 26, 1, 3-27.
- Tagiuri, R. e J. Davis (1996) Bivalent Attributes of the Family Firm, *Family Business Review*, 9, 2, 199-208.
- Thies, C. F. e M. S. Klock (1992) Determinants of Capital Structure, *Review of Financial Economics*, 1, 2, 40-52.
- Titman, S. (1984) The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision, *Journal of Financial Economics*, 13, 1, 137-151.
- Titman, S. e R. Wessels (1988) The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, 43, 1, 1-19.
- Ussman, A. M. (1996) As Empresas Familiares – Características e Problemáticas, *Estudos de Gestão*, 3, 1, 19-25.
- Vilaseca, A. (1995a) Estructura, Políticas y Resultados Financieros en la Empresa Familiar: Un Estudio Empírico, División de Investigación, IESE, *Documento de Investigación* 299.
- Vilaseca, A. (1995b) Finanzas en Empresas Familiares, División de Investigación, IESE, *Documento de Investigación* 287.
- Ward, J. L. (1997) Crecimiento de la Empresa Familiar: Los Retos Especiales y las Mejores Prácticas, in Gallo, M. A. (ed.) (1999) *La Empresa Familiar* 6, Navarra, Publicaciones de la Cátedra de Empresa Familiar, IESE Universidad de Navarra, 143-163.
- Ward, J. L. e C. E. Aronoff (1990) Just What is a Family Business?, in Aronoff, C. E., J. H. Astrachan e J. L. Ward (eds.) (1996) *Family Business Sourcebook II*, Georgia, Business Owner Resources, 2-3.
- Westhead, P. e M. Cowling (1998) Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Fall, 31-56.
- Williamson, O. E. (1988) Corporate Finance and Corporate Governance, *The Journal Of Finance*, 43, 3, 567-591.