

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL
DAS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS: UMA
ABORDAGEM COMPORTAMENTAL**

TESE

Everton Anger Cavalheiro

Santa Maria, RS, Brasil.

2015

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS
MICRO E PEQUENAS EMPRESAS: UMA ABORDAGEM
COMPORTAMENTAL**

Everton Anger Cavalheiro

Tese apresentada ao Curso de Doutorado do Programa de Pós-Graduação em
Administração, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como
requisito parcial para obtenção do grau de
Doutor em Administração

Orientadora: Kelmara Mendes Vieira

**Santa Maria, RS, Brasil.
2015**

Ficha catalográfica elaborada através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Central da UFSM, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

Cavalheiro, Everton Anger
Determinantes da Estrutura de Capital das Micro e Pequenas Empresas: uma abordagem comportamental / Everton Anger Cavalheiro.-2015.
239 p.; 30cm

Orientadora: Kelmara Mendes Vieira
Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de Pós-Graduação em Administração, RS, 2015

1. Estrutura de capital 2. Micro e pequenas empresas
3. Comportamento Financeiro 4. Traços de Personalidade 5.
Modelagem de Equações Estruturais I. Mendes Vieira, Kelmara II. Título.

©2015

Todos os direitos reservados a Everton Anger Cavalheiro. A reprodução de partes ou do todo deste trabalho só poderá ser feita mediante a citação da fonte.

Endereço: Avenida Evandro Behr, 5992, apartamento 302, Bairro Camobi, Santa Maria, RS. CEP: 97110-800
Fone: (055) 9101-8865; E-mail: eacavalheiro@hotmail.com

**Universidade Federal de Santa Maria
Centro de Ciências Sociais e Humanas
Programa de Pós-Graduação em Administração**

A Comissão Examinadora, abaixo assinada,
aprova a Tese de Doutorado

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS MICRO E
PEQUENAS EMPRESAS: UMA ABORDAGEM COMPORTAMENTAL**

elaborado por
Everton Anger Cavalheiro

Como requisito parcial para obtenção do grau de
Doutor em Administração

COMISSÃO EXAMINADORA:

Kelmara Mendes Vieira, Dra.
(Presidente/Orientadora)

Guilherme Kirch, Dr. (UFRGS)

Marta Olivia Rovedder de Oliveira, Dra. (UFSM)

Paulo Sérgio Ceretta, Dr. (UFSM)

Rodrigo Oliveira Soares, Dr. (UFPR)

Santa Maria, 21 de Setembro de 2015.

**Dedico à meus pais e
à minha esposa Daniela**

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, gostaria de agradecer aos meus pais, Ernesto e Dalva, pelo apoio, pelo exemplo, e principalmente, pelo amor incondicional que sempre demonstraram.

Agradeço à minha esposa Daniela, pelo seu apoio, pela inspiração, por ajudar a me tornar uma pessoa melhor a cada dia e pelo amor que sempre demonstrou, entendendo minhas ausências e me incentivando sempre. Te amo e sempre te amarei! Desejo que Deus sempre abençoe nosso relacionamento e nos abençoe com novos frutos!

À minha orientadora, Prof^ª. Dr^ª. Kelmara Mendes Vieira, pelo apoio, pelos ensinamentos, pelas oportunidades e pela amizade. Com seu apoio consegui conquistar meus objetivos pessoais e mudar significativamente minha vida.

Agradeço à todos os empresários, que participaram desta pesquisa. Sem o apoio deles, este trabalho seria inviável.

À banca examinadora, por aceitar o convite e fornecer sugestões para a melhoria do trabalho.

A todos os colegas e professores, muito obrigado pelo companheirismo e pelos ensinamentos.

À Universidade Federal de Santa Maria, Programa de Pós-Graduação em Administração, pelo apoio e estrutura e em especial agradeço aos precursores deste curso. Com a visão de futuro deles muitas vidas foram transformadas.

Ao CNPQ, pelo apoio financeiro.

Enfim, a todos que, de diversas formas, me apoiaram e auxiliaram para a concretização desse sonho que se iniciou em um distante dia de 2001.

Muito obrigado!

RESUMO

Tese
Programa de Pós-Graduação em Administração
Universidade Federal de Santa Maria

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS: UMA ABORDAGEM COMPORTAMENTAL

Autor: Everton Anger Cavalheiro

Orientadora: Kelmara Mendes Vieira

Data e Local da defesa: Santa Maria-RS, 21 de Setembro de 2015.

O estudo da estrutura de capital é um tema considerado, por muitos, de alta complexidade. Diversas teorias, baseadas no paradigma da racionalidade, foram criadas para explicá-la, porém cada uma, por seu turno, busca apresentar soluções à problemas específicos desta temática, perante as grandes empresas. A despeito de sua grande contribuição para o sistema econômico atual, o estudo dos determinantes da estrutura de capital das micro e pequenas empresas ainda permanece amplamente negligenciado. Neste trabalho, buscou-se estudá-los sob uma ótica complementar à abordagem tradicional. Buscou-se criar e validar um modelo capaz de abarcar as variáveis tradicionalmente ligadas ao desempenho das firmas (tamanho, crescimento da participação de mercado, crescimento dos lucros, lucratividade e estágio do ciclo de vida) com o relacionamento do gestor junto aos bancos (serviços bancários utilizados), assim como busca associar a estrutura de capital aos traços de personalidade do proprietário-gerente (otimismo, excesso de confiança, senso de controle e aversão à dívida). Para solucionar o problema de pesquisa realizou-se uma pesquisa *survey*, junto aos empresários do estado do Rio Grande do Sul. A amostra selecionada foi de 625 micro e pequenos empresários. Após o levantamento de dados validou-se os construtos. Mediante a modelagem de equações estruturais percebeu-se que o desempenho da firma foi o principal determinante da estrutura de capital, em que quanto maior crescimento, maior lucratividade, maior tamanho dos ativos e mais avançado o estágio do ciclo de vida, menor era a alavancagem. Conclui-se que, na medida em que a empresa oferece a oportunidade de uso de recursos gerados internamente, o empreendedor tende a preferi-los para financiar os ativos da empresa, em detrimento aos recursos externos. Destacou-se também a variável serviços bancários a qual foi positivamente associada à alavancagem. Conclui-se, portanto, que o maior número de serviços bancários, utilizados pela firma, auxilia no decréscimo da assimetria informacional, potencializando o acesso ao crédito, na medida em que o credor pode formar uma melhor imagem da empresa. De maneira complementar percebeu-se que os Traços Gerenciais tem significativa importância nas decisões sobre estrutura de capital, na medida em que as expectativas positivas, a maior confiança do empreendedor, a atitude negativa perante a dívida e a menor crença de descontrole e de incapacidade de gerenciamento da vida dos indivíduos influenciam as decisões sobre estrutura de capital das firmas, promovendo, portanto, o uso de recursos gerados internos à organização. Observou-se ainda influência, embora indireta, do gênero, uma vez que o gênero feminino influenciou de maneira negativa o desempenho das firmas e o menor uso de serviços bancários.

Palavras-chave: estrutura de capital, micro e pequenas empresas, desempenho, relacionamentos, traços de personalidade gerenciais.

ABSTRACT

Thesis
Post Graduation Program in Business Administration
Federal University of Santa Maria

DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF MICRO AND SMALL ENTERPRISES: A BEHAVIORAL APPROACH

Author: Everton Anger Cavalheiro

Advisor: Kelmara Mendes Vieira

Defense place and date: Santa Maria-RS, September 21th, 2015.

The study of the capital structure is a subject that is considered by many as one of the high complexities. Several theories, based on the rationality paradigm, were created to explain the decisions about the funding sources' mix of the organizations; however, each theory seeks to present solutions to specific problems on this subject to great corporations. Nevertheless, despite its large contribution to the current economic system, the study on the determinants of the capital structure of micro and small companies is yet widely neglected. This research seeks to study these determinants from a complementary perspective to the traditional approach. We created and validated a model that can entail the variables that are traditionally connected to the companies' performance (size, growth, profitability, and life cycle stage) together with the variable bound to the manager's relationships (number of products used), and also seek to associate such as variables to the personality traits of the manager-owner (optimism, overconfidence, sense of control and aversion to debt). In order to solve the research problem, a survey research is suggested with the entrepreneurs in Rio Grande do Sul. The sample to be selected will be of 625 micro and small entrepreneurs. Once the data was collected, all constructs were validated. By structural equation modeling was realized that the firm's performance was the main determinant of capital structure, in which the greatest growth, greatest profitability, the largest asset size and most advanced in the life cycle stage, implies on lesser organizational leverage. From this result, we conclude that to the extent that the company offers the opportunity to use internally generated funds, the entrepreneur tends to prefer them to finance the company's assets, to the detriment of external resources. In another hand, the banking service variable was positively associated with leverage. We conclude that the major number of banking services, used by the firm, contributes to decrease informational asymmetry, increasing access to credit, to the extent that the lender can form a better image of the company. In a complementary way, it was realized that the Managerial Traits has significant importance in decisions about capital structure, in that the positive expectations, the greater confidence of the entrepreneur, the negative attitude towards debt and the lesser locus of control (external) influence the capital structure, promoting as a result, the use of internal resources to the organization. It was also observed influence, though indirect, gender, since the female gender influenced negatively the performance of firms, and the lowest use of banking services.

Keywords: capital structure, micro and small businesses, performance, relationships, personality traits.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Continuum da Firma e as fontes de financiamento.....	46
Figura 2: Fases do processo de pesquisa.....	83
Figura 3: Representação esquemática do design da pesquisa.....	84
Figura 4: Metades norte e sul do Rio Grande do Sul e valor adicionado bruto.....	89
Figura 5: Modelo teórico.....	97
Figura 6: <i>Outliers</i> multivariados evidenciados através da distância de Hadi.....	129
Figura 7: Gráficos de densidade estimada acompanhado da curva normal do total dos ativos e do total das dívidas. Fonte: elaboração Própria.....	139
Figura 8: Densidade, curva normal, curva gamma e <i>box-plot</i> da estrutura de capital.....	140
Figura 9: Densidade, curva normal e <i>box-plot</i> do logaritmo da estrutura de capital.....	141
Figura 10: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Assimetria de Informação através da Disposição para Divulgar Informações – modelo inicial e final.....	147
Figura 11: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Assimetria de Informação através da Disposição para ser Transparente - modelo inicial e final.....	149
Figura 12: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Otimismo - modelo inicial e modelo final.....	151
Figura 13: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Senso de Controle sob a ótica do Lócus de Controle Interno - modelo inicial e modelo final.....	152
Figura 14: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Senso de Controle, sob a ótica do Lócus de Controle Externo - modelo inicial e final.....	154
Figura 15: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Atitude em Direção à Dívida - modelo inicial e modelo final.....	156
Figura 16: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Tolerância ao Risco - modelo inicial e modelo final.....	157
Figura 17: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Desempenho da Firma - modelo inicial e modelo final.....	159
Figura 18: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Relacionamento Bancário - modelo inicial e modelo final.....	161
Figura 19: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Traços de Personalidade Gerenciais - modelo inicial e modelo final.....	165
Figura 20: Modelo inicial com os coeficientes padronizados das variáveis e dos construtos.....	169
Figura 21: Modelo integrado final com os coeficientes padronizados.....	177

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Fontes de recursos, que formam a estrutura de capital, pesquisadas mediante a aplicação de questionários.....	29
Tabela 2: Determinantes teóricos da estrutura de capital de acordo com as teorias tradicionais de estrutura de capital	47
Tabela 3: Proposições teóricas e evidências empíricas da influência do otimismo, da confiança, da tolerância ao risco, do senso de controle, da atitude em direção à dívida e do gênero perante a estrutura de capital.....	78
Tabela 4: Questões, fontes, construtos e teorias associadas às variáveis utilizadas	96
Tabela 5: Evidências teóricas e empíricas da influência dos traços de personalidade na atitude perante a dívida.....	98
Tabela 6: Proposições teóricas e evidências empíricas da interdependência dos traços de personalidade no processo de tomada de decisão.....	101
Tabela 7: Evidências empíricas da influência da lucratividade, do crescimento da participação de mercado e dos lucros e do tamanho da firma na sua estrutura de capital.....	104
Tabela 8: Evidências empíricas da influência dos estágios do ciclo de vida sobre a estrutura de capital de empresas de pequeno porte.....	108
Tabela 9: Evidências empíricas da interdependência da lucratividade, das vendas e da participação de mercado das firmas.....	110
Tabela 10: evidências teóricas e empíricas da influência do relacionamento do mutuário com o credor no acesso ao crédito bancário	112
Tabela 11: evidências empíricas da influência do gênero na estrutura de capital da firma, seu desempenho, bem como nos traços de personalidade e relacionamentos bancários do proprietário-gerente	115
Tabela 12: Relacionamento entre as variáveis do estudo e as teorias sobre estrutura de capital	116
Tabela 13: Distribuição da amostra por estratos	127
Tabela 14: Perfil dos empreendedores, segundo as variáveis gênero, estado civil, escolaridade, tipo de graduação e idade	130
Tabela 15: Perfil comportamental do empreendedor, segundo as variáveis motivo de empreender e disposição para assumir riscos.....	130
Tabela 16: Número de familiares em atividade na empresa	131
Tabela 17: Tempo, área de atuação e número de empregados das firmas	131
Tabela 18: Lucratividade, variação da participação de mercado e expectativa de crescimento das empresas.....	133
Tabela 19: Proporção e frequência observada das variáveis Estágio do Ciclo de Vida da Firma e Crescimento observado	135
Tabela 20: Relacionamento bancário e tempo de interação com os bancos das firmas investigadas	136
Tabela 21: Serviços bancários utilizados e a importância dos ativos das firmas na obtenção de empréstimos bancários.....	136
Tabela 22: Dificuldade no acesso da empresa em obter financiamento bancário e seus principais motivos.....	137
Tabela 23: Total de ativos, total de dívidas e endividamento total das firmas.....	137
Tabela 24: Estatísticas descritivas do ativo total, do total de dívidas e da estrutura de capital das firmas analisadas.....	138

Tabela 25: Transformações da estrutura de capital, medida pelo endividamento total, e sua significância para a aderência dos dados à distribuição normal.....	140
Tabela 26: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Otimismo.....	142
Tabela 27: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Senso de Controle.....	142
Tabela 28: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Assimetria de Informação.....	143
Tabela 29: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Atitude em Direção a Dívida.....	144
Tabela 30: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Tolerância ao Risco.....	145
Tabela 31: Índices de ajuste do construto Assimetria de Informação através da Disposição para Divulgar Informações - modelo inicial e modelo final.....	148
Tabela 32: Índices de ajuste do construto Assimetria de Informação através da Disposição para ser Transparente - modelo inicial e modelo final.....	150
Tabela 33: Índices de ajuste do construto Otimismo - modelo inicial e modelo final.....	151
Tabela 34: Índices de ajuste do construto Senso de Controle sob a ótica do Locus de Controle Interno - modelo inicial e modelo final.....	153
Tabela 35: Índices de ajuste do construto Senso de Controle sob a ótica do Locus de Controle Externo - modelo inicial e modelo final.....	155
Tabela 36: Índices de ajuste do construto Atitude Perante a Dívida sob a ótica Aversão à Dívida - modelo inicial e modelo final.....	156
Tabela 37: Índices de ajuste do construto Tolerância ao Risco - modelo inicial e modelo final.....	158
Tabela 38: Índices de ajuste do construto Desempenho da Firma - modelo inicial e modelo final.....	160
Tabela 39: Índices de ajuste do construto Relacionamentos Bancários - modelo inicial e modelo final.....	162
Tabela 40: Índices de ajuste do construto Traços de Personalidade Gerenciais - modelo inicial e modelo final.....	168
Tabela 41: Variáveis, construtos, coeficientes padronizados e suas significâncias do modelo estrutural inicialmente proposto.....	170
Tabela 42: Índices de ajuste do modelo integrado- modelo inicial.....	171
Tabela 43: Índices de ajuste do modelo integrado - modelo final.....	175
Tabela 44: Coeficientes padronizados e significância das variáveis do modelo proposto na tese - modelo final.....	175

LISTA DE APÊNDICES

Apêndice A: Instrumento de pesquisa	233
Apêndice B: Fontes literárias do instrumento de pesquisa	237
Apêndice C: Termo de consentimento livre e esclarecido	238
Apêndice D: Termo de confidencialidade, privacidade e segurança dos dados.....	

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
1.1. Objetivos.....	18
1.1.1. Objetivo geral.....	18
1.1.2. Objetivos específicos.....	18
1.2. Justificativa	19
1.3. Estrutura do trabalho	21
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	23
2.1. Micro e pequenas empresas	23
2.1.1. Definição de micro e pequenas empresas.....	23
2.1.2. Importância das micro e pequenas empresas.....	24
2.1.3. Estrutura de capital das micro e pequenas empresas.....	26
2.2. Teorias sobre estrutura de capital e sobre traços de personalidade.....	31
2.2.1. Teorias de estrutura de capital baseadas na racionalidade dos agentes.....	31
2.2.1.1. As bases da teoria de Modigliani e Miller (1958).....	31
2.2.1.2. Teoria do efeito fiscal.....	32
2.2.1.3. Teoria dos custos de falência.....	33
2.2.1.4. Teoria da agência.....	34
2.2.1.5. Teoria da informação assimétrica.....	36
2.2.1.6. Teoria de hierarquização das fontes de financiamento.....	40
2.2.1.7. Teoria baseada no ciclo de vida da firma.....	41
2.2.1.8. Teoria do ciclo de crescimento financeiro da empresa.....	45
2.2.1.9. Síntese.....	47
2.2.2. Teoria dos traços de personalidade.....	50
2.2.2.1. Conceitos e origens do estudo dos traços de personalidade.....	50
2.2.2.2. Traços de Personalidade Gerenciais.....	53
2.2.2.2.1. Otimismo.....	54
2.2.2.2.2. Confiança.....	58
2.2.2.2.3. Tolerância ao risco.....	63
2.2.2.2.4. Senso de controle.....	66
2.2.2.2.5. Atitude em direção a dívida.....	69
2.2.2.3. Gênero e a estrutura de capital.....	73
2.2.2.4. Síntese.....	78
3. MÉTODO	81
3.1. Classificação da pesquisa	81
3.2. Delineamento do estudo e design da pesquisa	82
3.3. Cenário de pesquisa	87
3.4. Amostra	88
3.5. Aspectos éticos.....	90
3.6. Instrumento de coleta de dados	91
3.6.1. Variável estrutura de capital.....	91
3.6.2. Variáveis relacionadas ao desempenho da firma.....	92
3.6.3. Variáveis associadas aos relacionamentos do proprietário-gerente.....	93
3.6.4. Variáveis relacionadas aos Traços de Personalidade Gerenciais.....	93
3.6.4.1. Otimismo.....	93
3.6.4.2. Excesso de confiança.....	94
3.6.4.3. Tolerância ao risco.....	94
3.6.4.4. Senso de controle.....	95

3.6.4.5. Atitude em direção à dívida	95
3.6.5. Síntese do instrumento de pesquisa	95
3.7. Modelo teórico	97
3.7.1. Síntese do modelo	116
3.8. Tratamento preliminar dos dados	117
3.9. Técnicas de análise de dados	117
3.9.1. Estatísticas descritivas	117
3.9.2. Teste de hipóteses	118
3.9.3. Validação dos construtos e do modelo	118
3.9.3.1. Tamanho da amostra	119
3.9.3.2. Escolha do tipo de matriz de entrada	119
3.9.3.3. Processos de estimação	120
3.9.3.4. Identificação do modelo estrutural	120
3.9.3.5. Avaliação dos critérios de ajuste	121
3.9.3.5.1. Estatística χ^2 (qui-quadrado)	121
3.9.3.5.2. <i>Root Mean Square Residual</i> (RMSR)	122
3.9.3.5.3. <i>Root Mean Square Error of Approximation</i> (RMSEA)	123
3.9.3.5.4. <i>Goodness-of-Fit Index</i> (GFI)	123
3.9.3.5.5. <i>Normed Fit Index</i> (NFI)	123
3.9.3.5.6. <i>Comparative Fit Index</i> (CFI)	124
3.9.3.6. Avaliação da significância dos coeficientes estimados	124
3.9.3.7. Avaliação da unidimensionalidade do construto	125
3.9.3.8. Avaliação da confiabilidade do construto	125
3.9.3.9. Construção do modelo integrado	126
3.9.3.10. Avaliação do modelo integrado	126
4. RESULTADOS E DISCUSSÕES	127
4.1. Perfil da amostra	127
4.1.1. Identificação de observações <i>outliers</i>	128
4.1.2. Perfil dos empreendedores e das firmas pesquisadas	129
4.1.3. Estatística descritiva das variáveis das escalas comportamentais	141
4.2. Validação individual dos construtos	146
4.2.1. Validação do construto Assimetria de Informação	146
4.2.2. Validação do construto Otimismo	150
4.2.3. Validação do construto Senso de Controle	152
4.2.4. Validação do construto Atitude em Direção à Dívida	155
4.2.5. Validação do construto Tolerância ao Risco	157
4.2.6. Validação do construto Desempenho da Firma	158
4.3. Validação individual dos construtos de segunda ordem	160
4.3.1. Validação do construto Relacionamentos Bancários	161
4.3.2. Validação do construto Traços de Personalidade Gerenciais	162
4.4. Validação do modelo integrado	168
4.5. Análise do modelo	176
4.6.1. Análise da influência do construto Desempenho da firma	176
4.6.2. Análise da influência dos relacionamentos bancários	180
4.6.3. Análise da influência do construto Traços de Personalidade Gerenciais	181
4.6.4. Análise da influência do gênero na estrutura de capital	184
4.6. Síntese	185
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	189

1. INTRODUÇÃO

O estudo da estrutura de capital é considerado um dos temas mais controversos e complexos em finanças, em que diversas teorias, baseadas no paradigma da racionalidade, foram criadas para explicar as decisões sobre o mix das fontes de financiamento das organizações, porém cada uma, por seu turno, busca apresentar soluções à problemas específicos desta temática perante as grandes empresas, em detrimento do estudo das micro e pequenas firmas.

A despeito do escasso enfoque, o estudo da estrutura de capital de tais companhias é, segundo Mac an Bhaird (2010), um dos mais pertinentes da atualidade, pois se torna cada vez mais evidente que as micro e pequenas empresas são importantes ao modelo econômico atual, uma vez que, em muitos países, são elas as maiores empregadoras, movimentando a economia, gerando emprego, renda e riqueza.

Segundo Hatten (2012), de Wit e de Kok (2013) e IBGE (2013a), as micro e pequenas empresas são em maior número (cerca de 99% das empresas norte americanas e européias e 98% das empresas brasileiras). Também são as maiores empregadoras, de modo que mais da metade dos postos de trabalho são oferecidos por tais empresas na América do Norte, bem como dois a cada três empregos em países europeus estão relacionados às micro e pequenas empresas (MAC AN BHAIRD, 2010).

No Brasil, a importância também é significativa, pois, segundo IBGE (2013a), os micro e pequenos empreendimentos são responsáveis por 60% do pessoal ocupado e 20% do Produto Interno Bruto (PIB). Ademais, segundo SEBRAE (2013), 57% dos micro e pequenos empreendedores são potenciais empresários, isto é, são empreendedores cujas firmas não são formalmente estabelecidas, donde conclui-se que, para mais da metade das empresas brasileiras, inexistem informações capazes de dar subsídio à análise da estrutura de capital sob a ótica das teorias tradicionais.

Outra peculiaridade do estudo das micro e pequenas empresas é que a dedutibilidade fiscal dos serviços da dívida, base das teorias tradicionais de Modigliani e Miller, não é tão vantajosa, ou na maioria das vezes inexistente (MCCONNELL e PETTIT, 1980). Além do que a gestão do empreendimento tende a ser menos profissionalizada e centrada em poucos indivíduos, aos quais também recaem responsabilidades operacionais do negócio. O déficit de

profissionalismo poderia tornar o processo decisório do micro e pequeno empreendedor mais suscetível à influência dos seus traços de personalidade, das suas crenças, de seus valores e dos seus relacionamentos, distanciando-se do paradigma racional, base das teorias tradicionais de estrutura de capital.

Apesar da singularidade do estudo das micro e pequenas empresas, diversos autores apontam para a existência de determinantes da estrutura de capital análogos aos das grandes corporações. Habitualmente, variáveis como tamanho, crescimento, idade e lucratividade da firma são consideradas como determinantes da estrutura de capital de ambos os tipos de organizações. Entretanto, tais abordagens estão enraizadas no paradigma da racionalidade, sendo amplamente negligenciado o estudo da influência dos traços de personalidade do empreendedor nas decisões sobre estrutura de capital das micro e pequenas empresas.

Na psicologia, a teoria dos traços de personalidade é uma das principais abordagens para o estudo da personalidade humana (KASSIN, 2003). O foco dos cientistas dessa área é a mensuração de tais características, que podem ser definidas como padrões habituais de comportamento, pensamento e emoção. Nessa perspectiva, tais traços são relativamente estáveis ao longo do tempo, diferem entre os indivíduos, influenciam o comportamento e o processo de tomada de decisão. Dentre os traços de personalidade que se busca analisar neste trabalho, têm-se, por exemplo, a confiança e o otimismo, reconhecidos como Traços de Personalidade Gerenciais (GIDER e HACKBARTH, 2010).

Hackbarth (2008), por exemplo, mostra que os gestores que apresentam excesso de otimismo e/ou subestimação dos riscos organizacionais tendem a escolher diferentes níveis de endividamento, quando comparados a outros gestores não enviesados. Como resultado, pode se esperar que tais traços de personalidade influenciem a estrutura de capital das micro e pequenas empresas. Neste sentido, Gider e Hackbarth (2010) comentam que as evidências empíricas sugerem que o estudo dos Traços de Personalidade Gerenciais pode explicar a variação residual das demais abordagens teóricas. Nota-se, portanto, uma oportunidade para o desenvolvimento de uma nova abordagem ao problema de estrutura de capital: a abordagem dos traços de personalidade associada à visão tradicional de estrutura de capital.

Além da abordagem dos Traços de Personalidade Gerenciais, nesta tese busca-se identificar a influência dos relacionamentos bancários do empreendedor perante a estrutura de capital das micro e pequenas empresas. Sob a ótica sociológica, a melhoria dos laços entre os agentes econômicos levaria a um maior nível de troca de informações e maior confiança entre eles. Este maior nível de troca de informações tende a diminuir a assimetria informacional.

Neste sentido, Ang (1992) e Watson e Wilson (2002) comentam que uma das questões mais importantes para o financiamento das micro e pequenas empresas é a informação, que é assimétrica entre o tomador do crédito e o agente financeiro. Para os autores, tal assimetria, aliada aos altos custos de transação, ao racionamento do crédito e às avaliações creditícias inadequadas limitam o acesso ao capital para a pequena empresa (LEVENSON e WILLARD, 2000; WATSON e WILSON, 2002).

Como solução, autores como Petersen e Rajan (1994) indicam que tais empresários devem confiar mais pesadamente nas relações com os seus credores, como forma de potencializar seu acesso ao crédito. Autores como Berger e Udell (1995) e Uzzi (1999) descrevem em seus modelos que o melhor relacionamento eleva a probabilidade da solicitação de crédito ser aceita e diminui os custos associados a ele, denotando a oportunidade da inclusão deste tipo de abordagem no estudo das decisões sobre estrutura de capital das micro e pequenas empresas.

Além da problemática de informação assimétrica, diversas evidências apontam para o fato das empreendedoras terem mais dificuldade de acessar o crédito por razões estereotipadas (RIDING e SWIFT, 1990; BUTTNER e ROSEN, 1988; BUTTNER e ROSEN, 1989; FAY e WILLIAMS, 1993). Também enfrentam maiores dificuldades na obtenção de crédito do que os homens em posição semelhante (LOSCOCCO *et al.*, 1991; CARTER e CANNON, 1992; KOPER, 1993). Por vezes, gerentes de bancos assumem certa ignorância financeira feminina (REILLY, 1989; STILL e GUERIN, 1991). Ou ainda são solicitadas maiores e melhores garantias, que por vezes são estendidas aos cônjuges ou pais (CLUTTERBUCK e DEVINE, 1987; CARTER e CANNON, 1992; KOPER, 1993).

Ademais, uma série de estudos demonstram que as empresas gerenciadas por mulheres apresentam, como consequência da dificuldade de acesso ao crédito, performance inferior às empresas gerenciadas por homens, especialmente relacionadas ao tamanho, crescimento e lucros (LOSCOCCO *et al.*, 1991; ROSA *et al.*, 1996; ROBB e WOLKEN, 2002; FAIRLIE e ROBB, 2009). Outras pesquisas sugerem que as mulheres iniciam seus negócios com pequena quantidade de capital e são menos propensas a levantar capital de fontes externas (ROBB e WOLKEN, 2002; CONSTANTINIDIS *et al.*, 2006; ORSER *et al.*, 2006; FAIRLIE e ROBB, 2009; COLEMAN e ROBB, 2009).

Apesar da importância teórica e empírica das abordagens tanto sociológica e comportamental, quanto das abordagens tradicionais, inexistente um modelo capaz de avaliar, conjuntamente, a influência dos relacionamentos bancários do gestor, seus traços de

personalidade, o gênero e as variáveis tradicionais do estudo da estrutura de capital dessas empresas. Considerando-se a problemática exposta propôs-se nesta tese o seguinte problema de pesquisa: “como as variáveis tradicionais do estudo da estrutura de capital, os Traços de Personalidade Gerenciais, o gênero e os relacionamentos bancários do gestor influenciam a estrutura de capital das micro e pequenas empresas?”

1.1. Objetivos

1.1.1. Objetivo geral

Com o desejo de responder o problema de pesquisa, este trabalho apresenta o seguinte objetivo geral: construir um modelo que avalie a influência das variáveis tradicionais do estudo da estrutura de capital, dos relacionamentos bancários, do gênero e dos traços de personalidade do empreendedor, na estrutura de capital das micro e pequenas empresas do Estado do Rio Grande do Sul.

1.1.2. Objetivos específicos

Com o desejo de apoiar o alcance do objetivo geral, propõe-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar a estrutura de capital das micro e pequenas empresas gaúchas;
- b) Estimar e validar os fatores relacionamento bancário, traços de personalidade do proprietário-gerente e desempenho da firma.
- c) Construir e validar um modelo estrutural para as relações entre os fatores;
- d) Verificar a influência do gênero sobre a estrutura de capital das micro e pequenas empresas.

1.2. Justificativa

A literatura existente sobre a estrutura de capital e as decisões de investimento nas empresas remete ao seminal trabalho de Fisher (1930). Desde a publicação, do teorema de separação de Fisher, muito se desenvolveu sobre a estrutura de capital. Por exemplo, Modigliani e Miller (1958) estudaram o impacto das decisões de financiamento no valor da empresa. Myers e Majluf (1984), por outro lado encontraram uma hierarquia nas decisões de financiamento, com base em seus custos. Já Jensen e Meckling (1976) voltaram suas atenções para os problemas entre proprietários e gerentes.

Ross (1977), por seu turno, estudou a sinalização das informações, por meio de decisões de financiamento. Berger e Udell (1998) demonstraram que em momentos diferentes do desenvolvimento da firma, ela terá acesso a diferentes fontes de financiamento. Essas abordagens têm claramente contribuído para melhorar a compreensão sobre a forma como as decisões de financiamento são tomadas.

Entretanto, todos estes estudos são baseados no paradigma da racionalidade e examinaram os determinantes exógenos da tomada de decisão (CHO, 1998). Desta forma, os traços de personalidade, permaneceram amplamente negligenciados (ARROW, 1998; CASSON, 1999; ZELLWEGER *et al.*, 2007). Os modelos econômicos têm se baseado na premissa de que os agentes são racionais e têm expectativas homogêneas. No entanto, um crescente número de pesquisas tem relatado que os indivíduos afastam-se deste paradigma, em que os indivíduos tendem a ser otimistas e excessivamente confiantes. Isto é, as pessoas tendem a prever que os eventos favoráveis são mais propensos a acontecer, do que eles realmente os são.

Os proprietários-gerentes das micro e pequenas empresas poderiam, particularmente, ser mais propensos a estes traços de personalidade, uma vez que o processo gerencial é complexo e centralizado em poucos indivíduos, induzindo a seleção deste perfil perante o processo empreendedor. Além disso, aos gestores recaem responsabilidades operacionais, as quais limitam o tempo disponível para uma gestão mais eficiente. O déficit de profissionalismo poderia tornar o processo decisório do micro e pequeno empreendedor ainda mais suscetível à influência dos seus traços de personalidade, das suas crenças e de seus valores, distanciando-se, portanto do paradigma racional, base das teorias tradicionais de estrutura de capital. Ademais, conforme aponta Zellweger *et al.* (2007), a inclusão dos

relacionamentos, descritos por Uzzi (1999), teria o potencial de ampliar as teorias tradicionais.

Neste sentido, durante os últimos anos, pesquisadores voltaram sua atenção para compreender a própria fonte do processo de tomada de decisões financeiras, ou seja, o indivíduo. Essas análises levaram a conclusão de que o comportamento financeiro baseia-se em pressupostos diferentes daqueles que a teoria financeira neoclássica pressupõe (VASILIOU e DASKALAKIS, 2009), e indicaram que os pesquisadores deveriam ampliar suas análises, incluindo variáveis comportamentais em seus estudos (BARTON e GORDON, 1988; BARTON e MATTHEWS, 1989; KALE *et al.*, 1991).

Os aspectos psicológicos do comportamento do empreendedor na tomada de decisão, especificamente quanto à disposição para buscar crédito e se endividar, vêm sendo objeto de recentes pesquisas na área de finanças, economia, administração e psicologia. No entanto, analisar a estrutura de capital sobre a vertente comportamental, ainda é um tema muito frágil e escasso, pois para alguns pesquisadores o assunto é considerado bastante delicado para ser abordado. Pesquisas que envolvam psicologia e economia, envolvendo empreendedores das micro e pequenas empresas também são escassas (FERNANDES, 2009).

No Brasil as informações sobre micro e pequenas empresas ainda são pouco levantadas por órgãos oficiais, comparadas à importância desse segmento na economia e na vida diária dos cidadãos. Isso implica na existência de uma lacuna de conhecimento sobre a realidade dos pequenos negócios e dificulta o direcionamento adequado dos recursos disponíveis para a promoção das empresas desse porte. Além disso, nas atuais condições econômicas do país, os desafios enfrentados pelas micro e pequenas empresas, tais como taxas de juros, inserção no mercado, desenvolvimento tecnológico e principalmente o acesso ao crédito, constituem entraves ao seu crescimento e muitas vezes à sua própria sobrevivência (FERNANDES, 2009).

A não continuidade de tais firmas tem um significativo impacto no contexto econômico e social, já que cerca de dois terços das micro e pequenas empresas fecham até seis anos. Nesse sentido, SEBRAE (2008), ao avaliar empresas paulistas, conclui que, por exemplo, 81.324 empresas fecharam em 2006, perfazendo uma perda estimada de 15,7 bilhões de reais em receita e extinguindo cerca de 267 mil postos de trabalho, somente naquele ano.

Durante dez anos a instituição monitorou a mortalidade das empresas paulistas, e verificou que, em geral, as causas desse fenômeno sofrem pouca variação. Para cerca de 35% dos empreendedores entrevistados, a ausência de planejamento e de capital são as principais causas do encerramento das atividades de suas firmas, denotando que a má gestão financeira é determinante para a mortalidade das micro e pequenas empresas. Por outro lado, para 28% dos entrevistados, o acesso ao crédito seria a principal forma de se evitar o fechamento de suas empresas. Dessa forma, estudos no Brasil que tenham por objeto as micro e pequenas empresas revestem-se de alta importância, tendo em vista que a maioria das pesquisas se centra em grandes corporações.

Portanto, o entendimento de como se dá a influência dos traços de personalidade e dos relacionamentos bancários do empreendedor, assim como o conhecimento de como se dá a influência dos determinantes tradicionais da estrutura de capital das pequenas empresas, bem como do gênero, dará subsídios ao desenvolvimento de políticas públicas capazes de fomentar as atividades de tais empresas. Sendo assim, tais políticas poderão ter como objetivos a redução da sua mortalidade e à promoção do desenvolvimento econômico, dada sua importância atual para a geração de riqueza nacional.

Ademais, segundo SEBRAE (2013), mais da metade dos micro e pequenos empreendedores brasileiros são potenciais empresários, isto é, são empreendedores cujas firmas não são formalmente estabelecidas. Sendo assim, a validação de uma ferramenta para a mensuração da estrutura de capital desse tipo de organização pode ser uma importante forma de apoio à avaliação de crédito em complemento às ferramentas tradicionalmente utilizadas.

Assim, a validação do modelo proposto, poderia dar subsídios às instituições financeiras para o aprimoramento de suas ferramentas de avaliação de crédito, as quais poderiam utilizar as variáveis avaliadas neste trabalho, para a antecipação de possíveis sobreendividamentos, que poderiam limitar os serviços da dívida de seus mutuários.

1.3. Estrutura do trabalho

O presente trabalho estrutura-se em cinco capítulos. No primeiro capítulo apresenta-se uma visão geral do tema estudado, a justificativa, a definição do problema de pesquisa e os seus objetivos. No segundo capítulo, apresenta-se a fundamentação teórica. O referencial divide-se em dois tópicos: i) os principais conceitos relacionados a micro e pequenas

empresas; ii) as teorias sobre estrutura de capital, baseadas no paradigma da racionalidade e baseadas na teoria dos traços de personalidade.

O terceiro capítulo descreve os procedimentos metodológicos que orientam a pesquisa, apresentando o delineamento do estudo, o cenário da pesquisa, a população, amostra e amostragem, os aspectos éticos da pesquisa, o instrumento de pesquisa, o modelo testado, o tratamento preliminar dos dados e as técnicas de análise de dados. No quarto capítulo realiza-se a análise da amostra, a validação dos construtos e a validação do modelo proposto. Por fim, no quinto e último capítulo apresenta-se as considerações finais e sugestões para pesquisas futuras.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Esse capítulo é formado por duas partes: na primeira parte são apresentadas as definições sobre micro e pequenas empresas, a sua importância econômica e a definição do conceito de estrutura de capital para este tipo de empresa. Na segunda parte apresentam-se as principais abordagens tradicionais sobre estrutura de capital e também expõem-se as abordagens comportamentais sobre este tema.

2.1. Micro e pequenas empresas

2.1.1. Definição de micro e pequenas empresas

Uma questão comumente discutida nos parágrafos iniciais dos estudos que versam sobre fontes de financiamento e estrutura de capital de micro e pequenas empresas é o seu próprio conceito, dado que não há consenso na literatura internacional (CORREIA, 2003). Petty *et al.* (2011) destacam que existem pelo menos três pontos em comum entre as micro e pequenas empresas, e que as diferem das demais: i) são geridas por uma pessoa ou por um pequeno grupo de indivíduos, em contraste com a equipe de gestão profissional das grandes empresas; ii) são financiadas pelos proprietários-gestores que contribuem, na maioria das vezes, com grande parte do capital da organização e iii) as principais funções relacionadas à tomada de decisão assentam-se nos proprietários-gerentes.

No Brasil, segundo IBGE (2003), não há unanimidade sobre a delimitação do segmento das micro e pequenas empresas. Observa-se, na prática, uma variedade de critérios para a sua definição tanto por parte da legislação específica, quanto por parte de instituições financeiras oficiais e órgãos representativos do setor, os quais ora baseiam-se no valor do faturamento, ora no número de pessoas ocupadas, ora em ambos. Segundo essa instituição, a utilização de conceitos heterogêneos decorre do fato de que a finalidade e os objetivos das instituições que promovem seu enquadramento são distintos (regulamentação, crédito, estudos, etc.). Porém a entidade destaca duas abordagens principais: a utilizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e pelo Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE).

O critério utilizado pelo IBGE para definir o porte de uma empresa, ou seja, se ela é micro, pequena, média ou grande é o faturamento ou receita anual bruta. Neste sentido, conforme legislação publicada em Brasil (2006) instituiu-se o novo tratamento tributário simplificado, também conhecido como Simples Nacional ou Super Simples. Essa regulamentação estabelece normas gerais relativas ao tratamento tributário diferenciado e favorecido a ser dispensado às microempresas e empresas de pequeno porte.

Por tais critérios, consideram-se microempresa ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei 10.406, descrito em Brasil (2002), devidamente inscritos no registro de empresas mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que dentro dos limites de receita bruta previstos na legislação.

Em lei complementar, publicada em Brasil (2011), foram estabelecidos os limites de receita bruta, para fins de opção pelo Simples Nacional. Os limites são: i) no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, a receita bruta igual ou inferior a trezentos e sessenta mil reais; e ii) no caso da empresa de pequeno porte, aufera a receita bruta superior a trezentos e sessenta mil reais e igual ou inferior a 3,6 milhões de reais.

Por outro lado, de acordo com o SEBRAE, outra abordagem utilizada no Brasil para a definição de micro e pequena empresa é vinculada ao número de trabalhadores de cada organização. Segundo SEBRAE (2015) define microempresa, do setor de comércio e serviços, como aquela firma que emprega até nove trabalhadores e empresa de pequeno porte aquela organização que tem até quarenta e nove pessoas ocupadas trabalhando nela. Por outro lado, o órgão define microempresa, do setor industrial, aquelas que têm até 19 empregados e empresa de pequeno porte aquelas organizações que têm até 99 trabalhadores.

A desvantagem dessa abordagem, segundo o IBGE (2013) é de que o critério de classificação das micro e pequenas empresas por número de pessoas ocupadas não leva em conta as diferenças entre atividades com processos produtivos distintos, uso intensivo de tecnologia da informação e/ou forte presença de mão de obra qualificada. Porém, a vantagem da sua utilização é o acesso à informação em pesquisas de levantamento, já que, para muitos empresários, a informação do faturamento da empresa é considerada estratégica e, portanto, sigilosa.

2.1.2. Importância das micro e pequenas empresas

O empreendedorismo é uma das mais antigas atividades da humanidade. A descoberta ou identificação de novas possibilidades de negócios, bem como a obtenção de ganhos econômicos advindos dela têm sido ofícios extremamente importantes no convívio em sociedade. Porém, como bem salienta Mac an Bhaird (2010), até a década de 1970, o foco dos políticos, dos gestores e dos acadêmicos direcionava-se ao estudo das grandes organizações, pois o pensamento reinante, até então, era de que tais empresas eram a chave para o crescimento econômico das nações.

A situação muda a partir do início daquela década, quando o importante economista alemão Ernst Friedrich Schumacher (1911-1977) publica seu livro *Small is Beautiful* em 1973. A principal contribuição de Schumacher (1973), à temática das micro e pequenas empresas foi a discussão da questão do tamanho, ou o que ele chama de “idolatria do gigantismo”.

Peacock (1999) comenta que a “relevância da pequenez”, levantada por Schumacher (1973), tornou-se mais evidente na década de 1970, dado que no início daquela década muitos problemas econômicos já rondavam diversos países. As grandes empresas e algumas instituições financeiras apresentavam dificuldades econômicas e seus funcionários eram constantemente demitidos. No entanto muitos setores, que tinham como base as micro e pequenas empresas, apresentavam bastante sucesso durante este período.

Apesar de o cenário internacional dar cada vez mais ênfase à importância das pequenas empresas e a despeito da contribuição de Schumacher (1973), somente no final da década de 1970 ocorreu o marco inicial dos estudos das micro e pequenas empresas. Em seu relatório, Birch (1979) demonstrou que as pequenas empresas eram responsáveis pela maioria dos novos postos de trabalho nos Estados Unidos, desafiando, assim, o paradigma tradicional sobre a criação de novos postos de trabalho naquela sociedade.

Mac an Bhaird (2010) destaca que após o trabalho de Birch aumentou o interesse acadêmico e político, resultando em uma proliferação de trabalhos, notadamente mais centralizados nos Estados Unidos e no Reino Unido. O autor salienta que, não obstante ao aumento do número de publicações nas últimas décadas, as pesquisas sobre a temática de micro e pequenas empresas ainda está em sua fase pueril.

Apesar do incipiente estudo, tais empresas cada vez mais apresentam um importante papel no modelo econômico atual (FLETCHER, 2002; STOREY e GREENE, 2010; HATTEN, 2012; HALTIWANGER *et al.*, 2013; DE WIT e DE KOK, 2013). Por exemplo,

Hatten (2012) comenta que nos Estados Unidos, as pequenas empresas representam 99,7% dos negócios, empregando mais da metade dos trabalhadores do setor privado, representando 44% de toda a folha de pagamento.

Tais empresas, segundo o autor, criaram 64% dos empregos nos últimos 15 anos. Fato confirmado por Haltiwanger *et al.* (2013), os quais destacam que são as pequenas empresas americanas que têm maior taxa de crescimento em geração de novos postos de trabalho naquele país. Na União Europeia não é diferente, já que De Wit e De Kok (2013) apontam para o mesmo sentido: são as pequenas empresas que têm maior taxa de crescimento de novos postos de trabalho.

O Brasil, por outro lado, aponta para uma dependência ainda maior das micro e pequenas empresas, quando comparado aos Estados Unidos, pois conforme IBGE (2013a), no ano de 2011, cerca de 60% do pessoal ocupado no país estava vinculado à micro e pequenas empresas, valores próximos à média de algumas nações pertencentes à União Europeia, conforme aponta Mac an Bhaird (2010).

Neste sentido, IBGE (2013a), demonstra que no ano de 2011, 88,10% das empresas brasileiras eram microempresas e 10,11% eram empresas de pequeno porte, perfazendo um total de 98,21% das empresas nacionais. Ambas empregavam 60,39% do pessoal ocupado e 41,95% dos trabalhadores assalariados. Dessa forma, é possível destacar que, segundo IBGE (2003), no ano de 1994, as micro e pequenas empresas empregavam 47% do pessoal ocupado, demonstrando, portanto, que tais empresas foram uma importante fonte de criação de emprego, em termos líquidos, durante esse período.

Segundo IBGE (2013a), a renda média de cada trabalhador, em 2011, era de 1,7 salários mínimos, representando 184 bilhões de reais em salários e outras remunerações naquele ano. Apesar da grandeza do número, essa remuneração representava somente 17,68% dos 1,041 trilhão de reais em salários e outras remunerações no mesmo período. Tal descompasso dá-se pelo fato de que a remuneração média eleva-se na medida em que a empresa aumenta de tamanho, cuja maior remuneração média era de 4,4 salários nas empresas com quinhentos ou mais funcionários. Apesar da sua importância na geração de emprego, as micro e pequenas empresas brasileiras, geram 20% do produto interno bruto do país.

2.1.3. Estrutura de capital das micro e pequenas empresas

Estrutura de capital é tida como o mix de dívida e de capital próprio que sustentam os ativos das empresas. As micro e pequenas empresas diferem das maiores de capital aberto. Inicialmente, tais organizações não têm acesso ao financiamento de suas atividades por meio da dívida pública ou pelo lançamento de ações no mercado acionário, dado o seu alto custo (ANG, 1991). Além disso, por causa das garantias financeiras pessoais e do enquadramento legal, os proprietários de tais empresas não têm a vantagem de responsabilidade limitada. Finalmente, tais firmas sofrem com o problema de acesso ao crédito devido à existência de informações imperfeitas ou incompletas para a avaliação de crédito, tal efeito muitas vezes referido na literatura econômica como o problema de assimetria de informação (ANG, 1992).

No Brasil, assim como nos Estados Unidos e em grande parte das demais nações, as micro e pequenas empresas não são obrigadas a publicar demonstrações financeiras auditadas. Pela ausência de tal auditoria pode-se esperar que a qualidade de tais informações varie (PETTIT e SINGER, 1985; ORTIZ-MOLINA e PENAS, 2006). Ademais, muitos proprietários têm informações incompletas sobre a situação financeira da firma (COLEMAN e CARSKY, 1999). Frequentemente, os demais agentes econômicos podem reagir às assimetrias informacionais, recusando-se a emprestar ou investir recursos nesse tipo de organização. Além disso, a vantagem fiscal da dívida é inexpressiva ou inexistente para as pequenas empresas (MCCONNELL e PETTIT, 1980).

Assim, diversas evidências apontam que as pequenas empresas buscam formas mais engenhosas para suprir suas necessidades de capitais (por exemplo: Winborg e Landström (2001); Ullah e Taylor (2007) e Neely e Van Auken (2012)). Para Winborg e Landström (2001), os problemas de acesso aos financiamentos institucionais externos, podem implicar que os gestores busquem atender suas necessidades de recursos usando outros meios que não somente financiamento bancário. Isso, por sua vez, implica que a necessidade de recursos seja atendida sem que haja uma transação financeira tradicional, em que se utiliza o *bootstrapping*.

Bootstrapping é um termo da língua inglesa usado para explicar o financiamento não convencional de uma empresa, em que a organização utiliza uma série de técnicas e fontes alternativas de obtenção de recursos para dar suporte as suas atividades (MARKS *et al.*, 2005). Segundo os autores, essa técnica é rotineiramente usada por empresas estreates ou em sua fase inicial, as quais não possuem investidores institucionais ou profissionais para dar o suporte necessário a ela. Nesta mesma linha, Ebben e Johnson (2006) conceituam *bootstrapping* como um conjunto de técnicas, utilizadas pelos empresários, para obter ou complementar os recursos financeiros necessários para as operações da empresa.

Na busca pela identificação dos tipos de *bootstrapping*, Winborg e Landström (2001), realizaram uma pesquisa de levantamento junto a 262 empreendedores suecos e classificaram seis tipos diferentes de *bootstrapping*: i) financiamento realizado pelo próprio empresário, amigos ou familiares – nessa categoria encontram-se o uso de cartão de crédito do proprietário, a aquisição de empréstimo junto a amigos e parentes e a retenção do salário do gestor; ii) gestão de contas a pagar e contas a receber: racionamento de crédito para inadimplentes, maior rapidez no recebimento das vendas e cobrança de juros sobre atraso; iii) uso de recursos de outras empresas: empréstimo de equipamentos, aquisição compartilhada de equipamentos, compra conjunta e práticas de escambo; iv) estratégias para atraso de pagamentos; v) eficiência em estoques e, por fim: vi) uso de subsídios governamentais.

Em linha com Winborg e Landström (2001), Ullah e Taylor (2007) citam que as fontes mais importantes são as economias pessoais do proprietário, dos membros da família e dos amigos. Neste sentido, dentre tais fontes, os empréstimos de amigos e de familiares, seriam considerados como uma das principais origens ao financiamento, em que se poderia acrescer o uso do cartão de crédito do proprietário e a retenção do salário ou do pró-labore.

Nessa perspectiva, Ebben e Johnson (2006) encontraram que 69% das empresas pesquisadas fazem uso da retenção do salário ou do pró-labore, já 68% das empresas utilizam o cartão de crédito do empreendedor e 45% das empresas financiam suas atividades com empréstimo de amigos e familiares, e 94% utilizam essas técnicas combinadas. Resultados semelhantes foram encontrados por Neely e Van Auken (2012), após analisarem 1.498 pequenas empresas americanas, os quais encontraram 56%, 16% e 59%, respectivamente.

Conclui-se pelo exposto que a forma tradicional de mensuração de estrutura de capital, obtida pela análise do balanço patrimonial, pode não atender plenamente as fontes de recursos das microempresas. Ademais, pode-se esperar a inexistência ou imprecisão de tal ferramenta contábil. Considerando essa dificuldade alguns autores criaram formas alternativas de levantamento de informações sobre a estrutura de capital destas empresas, a Tabela 1 apresenta uma síntese das ferramentas utilizadas.

Observa-se na Tabela 1 que a primeira tentativa de avaliar a estrutura de capital das micro e pequenas empresas, através de questionários autoadministrados, foi apresentada por Yousuf (1997). Em sua tese, o autor requeria que informasse o percentual do valor total de cada uma das fontes de financiamento da estrutura de capital da empresa, em que autor segmentou em: i) lucros acumulados; ii) empréstimos bancários; iii) limite do cheque especial; iv) hipoteca; v) leasing; vi) subsídios governamentais; vii) economias pessoais do

empresário; viii) poupança pessoal do cônjuge; ix) pais; x) demais membros da família; xi) amigos; xii) sócios; xiii) herança familiar; xiv) sociedades de crédito; xv) clubes de poupança ou xvi) outras formas de financiamento do negócio.

Alternativamente, Yousuf (1997) buscou identificar a estrutura de capital mediante a razão do total de dívidas pelo total de ativos das firmas. Para tal, perguntou o total de dívidas e o total de ativos da empresa e deu a opção ao respondente de escolher uma alternativa. Cada categoria abarcava um intervalo (por exemplo: entre 5.000 libras e 9.999 libras). A vantagem da ferramenta está na maior acessibilidade e maior suscetibilidade do respondente em participar da pesquisa, já que ao respondente não é solicitado o detalhamento de suas dívidas.

Tabela 1: Fontes de recursos, que formam a estrutura de capital, pesquisadas mediante a aplicação de questionários

Descrição	1	2	3	4	5	6	7	8	Descrição	1	2	3	4	5	6	7	8
Economias dos proprietários	x	x	x	x	x	x	x	x	Empresas de cartão de crédito								x
Cartão de crédito pessoal								x	Bancos (em nome da empresa)	x	x	x	x	x	x	x	x
Cartão de crédito dos sócios								x	Cartão de crédito corporativo								x
Empréstimos pessoais dos sócios								x	Cheque especial da empresa	x							x
Bancos em nome dos sócios								x	Empréstimos governamentais	x	x	x	x	x	x	x	x
Patrimônio pessoal do cônjuge								x	Capitalistas de risco	x	x						x
Patrimônio pessoal de familiares								x	Outras dívidas da empresa						x		x
Outros investidores informais								x	Desconto de duplicatas			x		x			x
Empréstimo de familiares	x		x	x	x	x	x	x	Salários a pagar								
Empréstimo de familiares dos sócios		x	x	x	x	x	x	x	Pró-labore à pagar								
Empréstimo da família para a firma		x	x	x	x	x	x	x	Fornecedores à pagar					x			
Empréstimo dos sócios para a firma		x	x	x	x	x	x	x	Taxas e impostos à pagar								
Empréstimo de funcionários para a firma	x			x	x	x	x	x	Investidores privados*						x	x	x
Empréstimo de amigos para a firma		x	x	x	x	x	x	x	Leasing		x			x	x		x
Patrimônio do governo								x	Hipoteca		x						
Cooperativas de crédito			x	x					Títulos públicos/Ações			x		x	x		
Outros patrimônios								x	Pagamento antecipado de clientes								

1= Yousuf (1997); 2= Fluck *et al.* (1998); 3= Green *et al.* (2002); 4=Serrasqueiro (2003); 5=Migiro (2005); 6= Kutsuna e Honjo (2006); 7=Robb e Robinson (2010); 8=Mac an Bhaird e Lucey (2010); * incluem investidores anjo

Fonte: elaboração própria

Outra abordagem foi proposta por Fluck *et al.* (1998). Os pesquisadores ao avaliarem as fontes de financiamento das micro e pequenas firmas perguntaram ao proprietário-gerente a quantidade de recursos advindas das seguintes fontes: i) dos proprietários; ii) de outros membros da equipe (incluindo funcionários); iii) membros da família (cônjuge, pais, etc...); iv) amigos ou colegas de trabalho; v) bancos ou outras instituições de crédito; vi) capitalistas de risco; vii) investidores privados; viii) governo; ix) sócios; x) títulos públicos.

Assim como Fluck *et al.* (1998), Kutsuna e Honjo (2006) analisaram as fontes de recursos das pequenas empresas. A ferramenta para a mensuração da sua estrutura de capital avaliava: i) o investimento realizado pelos sócios, mediante o uso de suas economias pessoais; ii) empréstimos dos sócios ou funcionários das empresas; iii) empréstimo das famílias dos

sócios; iv) empréstimos de investidores de risco; v) empréstimos bancários e descontos comerciais de duplicatas; vi) subsídios e empréstimos governamentais; vii); leasing e viii) outras formas de empréstimo.

No trabalho de Mac an Bhaird e Lucey (2010), os pesquisadores ao investigarem pequenas empresas do Reino Unido perguntaram aos seus gestores a proporção das fontes de financiamento internas (recursos dos sócios, oriundo de economias pessoais, ou recursos de amigos e familiares, bem como lucros retidos), ou recursos externos (capital de risco, investidores anjo, subsídios governamentais, dívidas com bancos ou cheque especial, financiamento externos não contabilizados e leasing).

O instrumento que mede o maior número de fontes de financiamento foi criado por Robb e Robinson (2010), os quais procuraram avaliar a estrutura de capital das empresas através do seu ciclo de vida. Dentre as fontes de financiamento pesquisadas, os autores elencam: i) economias pessoais; ii) cartão de crédito pessoal; iii) cartão de crédito dos sócios; iv) empréstimos pessoais; v) bancos em nome dos sócios; vi) patrimônio pessoal do cônjuge; vii) patrimônio pessoal de familiares; viii) outros investidores informais; ix) empréstimo de familiares; x) empréstimo dos proprietários; xi) empréstimo de funcionários; xii) empréstimo de amigos; xiii) governo; xiv) capitalista de risco; xv) outros patrimônios; xvi) dívidas com cartão de crédito; xvii) empréstimos bancários; xviii) cartão de crédito corporativo; xix) cheque especial; xx) outras dívidas da empresa; xxi) investidores privados, incluindo investidores anjo e xxii) leasing. Apesar de ampla, a ferramenta não considera alternativas de financiamento como *factoring*, desconto de duplicatas ou dívidas de curto prazo.

Outros estudos investigam a preferência pelas diferentes fontes de financiamento formalmente ou informalmente estabelecidas, como na tese de Migiro (2005), ou ainda o grau de importância para cada uma dessas fontes, como pesquisado por Serrasqueiro (2003), ou ainda foi investigada a principal fonte de financiamento, dentre as citadas, como na pesquisa realizada por Green *et al.* (2002). Outra forma de se perguntar a estrutura de capital da empresa é investigar a proporção de cada uma das principais fontes de financiamento, como na tese de Yousuf (1997) e na dissertação de Wakida (2011).

2.2. Teorias sobre estrutura de capital e sobre traços de personalidade

2.2.1. Teorias de estrutura de capital baseadas na racionalidade dos agentes

2.2.1.1. As bases da teoria de Modigliani e Miller (1958)

Segundo Zellweger *et al.* (2007), a literatura existente sobre estruturas de capital e as decisões de investimento em empresas remetem para os trabalhos de Fisher, em especial destaque ao seu livro *Theory of Interest* (FISHER, 1930). Uma das teorias centrais do autor foi cunhada como o Teorema de Separação de Fisher. Esse teorema mostra que em um mercado perfeito, a decisão do investidor quanto a investir depende somente do fluxo de caixa do investimento e das taxas de retorno, não dependendo da preferência pessoal do investidor.

Fisher (1930) começou sua análise baseada no fato de que os desejos e as necessidades dos acionistas e das empresas são distintos. Os acionistas têm como objetivo maximizar a utilidade, a partir de funções de consumo, que são simplesmente uma lista de desejos, recursos limitados e um conjunto de valores para priorizá-los. As empresas têm como único objetivo o lucro. Em um mercado eficiente, a empresa irá buscar a maximização do valor, independentemente das preferências dos acionistas perante o destino dos lucros da empresa, isto é, em um mercado perfeito, as decisões são regidas unicamente pelo objetivo da maximização do lucro, independentemente do desejo do acionista perante o acesso aos dividendos ou ao reinvestimento do lucro na empresa.

Hovenkamp (2009) comenta que durante os anos de 1970, a teoria de finanças foi envolvida por tal suposição. Em geral, ela não prova as preferências reais dos acionistas. Em vez disso, ela simplesmente assume que todos os acionistas têm como objetivo a maximização do lucro, embora tenham diferentes atitudes perante o risco.

Uma característica-chave do teorema de separação de Fisher é que a solução para o problema de produção depende apenas de informações objetivas (fluxos de caixa do projeto e a taxa de mercado para os empréstimos e financiamentos) e pode ser determinado independentemente das preferências subjetivas do investidor para o consumo. Rocha (2011) comenta que a primeira extensão do teorema de separação de Fisher, para uma definição que envolve incerteza aplicada às decisões de investimento/financiamento, foi feita por Modigliani e Miller (1958).

2.2.1.2. Teoria do efeito fiscal

A teoria considerada como marco inicial dos estudos da estrutura de capital foi originalmente engendrada por Modigliani e Miller (1958). Nesse estudo, os autores, ao pressuporem a existência de mercados perfeitos e racionalidade perfeita dos agentes, demonstraram que o valor de uma empresa independe de sua estrutura de capital. Para eles, o valor de uma firma depende somente dos seus ativos e das suas oportunidades de crescimento, sendo desligado das decisões de financiamento e do tipo de financiamento escolhido.

Em Modigliani e Miller (1958), têm-se como consequência de seus argumentos que o custo de capital de uma empresa é constante, pois quando se substitui a fonte de financiamento, por exemplo, interna por externa, o custo de cada uma altera-se em sentido oposto. Nesse exemplo, se a proporção da dívida com terceiros aumentar, o custo do capital próprio aumenta e o custo médio ponderado de capital permanece constante, logo o valor de uma empresa independe das fontes de financiamento.

Modigliani e Miller (1963), ao reverem o estudo de 1958, concluíram que a política e o nível de endividamento diante do valor da empresa e do custo médio ponderado de capital não é neutro, variando à medida que são assumidas mais dívidas. Neste trabalho, devido a dedutibilidade dos impostos, à medida que a alavancagem aumenta, o valor da empresa aumenta e, como consequência, a riqueza dos acionistas também se eleva. Ademais, o custo médio ponderado de capital da empresa decai de forma linear em razão do nível de endividamento, levando-se à conclusão de que a estrutura ótima de capital é formada pela integralidade do capital de terceiros.

Mais tarde, Miller (1977), ao analisar com maior detalhe os efeitos da dedutibilidade dos juros sobre os impostos pagos ao incorporar em modelos as taxas marginais (taxa marginal de imposto de renda da empresa e as taxas marginais dos agentes econômicos). Conclui que a taxa de juros cobrada pelos agentes econômicos aumenta à medida que a empresa aumenta a proporção de capital de terceiros em sua estrutura de capital, havendo um limite para o benefício da dívida.

Correia (2003) comenta que o modelo de Miller (1977) baseou-se em alguns pressupostos pouco realistas, pois assumiu que os resultados da empresa são distribuídos aos acionistas, excluiu os custos de falência e outras imperfeições do mercado e pressupôs que os resultados antes de juros e impostos, gerados pela empresa, são não só positivos como

suficientes para deduzir a totalidade dos juros. Além disso, intrinsecamente, assumiu que o benefício da dedução de imposto é igual entre as firmas, desprezando o fato de que para grande parte das micro e pequenas empresas o ganho fiscal é inexistente.

No contexto da micro e pequena empresa, são raros os estudos que buscam testar essa teoria. Dentre os principais obstáculos, destaca-se que a vantagem fiscal da dívida é inexpressiva ou inexistente para as micro e pequenas empresas (MCCONNELL e PETTIT, 1980). Em linha à McConnell e Pettit (1980), Pettit e Singer (1985) comentam que a existência de taxas de impostos mais baixas para este tipo de empresa, pode tornar a vantagem fiscal da dívida reduzida ou inexistente.

2.2.1.3. Teoria dos custos de falência

Correia (2003) destaca que a divergência entre as conclusões de Modigliani e Miller (1963) e o nível de dívida observado na estrutura de financiamento das empresas originou uma corrente defensora da existência de custos de falência como fator limitante ao nível de endividamento, na qual se destacam os estudos de Baxter (1967), Kraus e Litzenberger (1973), Scott Jr. (1976) e Kim (1978).

Baxter (1967) foi um dos primeiros pesquisadores a argumentar acerca da influência do endividamento excessivo na probabilidade de falência e, como consequência, sobre o seu nível de risco, tendo reflexo no valor da empresa. Para o autor a relação de endividamento, risco e custo médio ponderado de capital não é linear, pois quando houver considerável volume de dívida na estrutura de capital da empresa, qualquer aumento de alavancagem é suscetível a ter um efeito muito maior sobre o seu custo de capital. Desta forma, a taxa de juros sobre a dívida sobe lentamente quando o risco da dívida é baixo, mas pode começar a subir rapidamente, quando a estrutura de capital torna-se mais arriscada.

Myers (1993) aborda o conceito de risco de falência sob outra ótica. O autor revela que os custos de falência são mais destacados nas empresas com ativos intangíveis e com maiores oportunidades de crescimento. No entanto, as empresas que se encontram na fase de maturidade e que geralmente têm um volume maior de ativos tangíveis, tenderão a apresentar maiores níveis de endividamento na sua estrutura de capital, do que as empresas que se encontram em fase de crescimento ou que dependem fortemente da inovação em sua estrutura de negócio.

A avaliação empírica destes argumentos, no contexto das menores empresas, ainda é restrita. Os poucos exemplos são: Giudici e Paleari (2000) e Klapper *et al.* (2006). Havendo maior ênfase no estudo das pequenas e médias empresas, como por exemplo: Warner (1977), Ang *et al.* (1982), García-Teruel e Martínez-Solano (2007), Abor e Biekpe (2007), Daskalakis e Psillakib (2008), Mac an Bhaird and Lucey (2010) e Newman *et al.* (2012).

Ao analisarem pequenas e médias empresas, Warner (1977) e Ang *et al.* (1982) demonstram que elas enfrentam custos de falência mais elevados do que as empresas maiores, devido à presença de um efeito escala nos custos de falência. Já as maiores empresas, em função de serem mais diversificadas do que as pequenas, têm uma menor probabilidade de falência. Tais argumentos sugerem, portanto, uma relação positiva entre o nível de endividamento e o tamanho da empresa, tal como sugere Scott Jr. (1976).

Por outro lado, diversos autores observaram que o maior volume de endividamento encontra-se nas menores empresas. Por exemplo, Nguyen e Ramachandran (2006) ao avaliarem 558 pequenas empresas vietnamitas, García-Teruel e Martínez-Solano (2007) ao analisarem 11.533 pequenas e médias indústrias espanholas, Daskalakis e Psillakib (2008) ao averiguarem 1.252 pequenas e médias empresas gregas e 2.006 pequenas e médias empresas francesas e Newman *et al.* (2012) ao estudarem 1.539 pequenas empresas chinesas concluíram que o tamanho da firma é determinante na estrutura de capital de tais empresas.

No contexto das micro empresas, autores como Giudici e Paleari (2000) ao apreciarem 26 pequenas empresas e 20 micro empresas de alta tecnologia italianas e Klapper *et al.* (2006) ao ponderarem sobre 5.320 micro empresas polonesas chegaram à mesma conclusão: o tamanho da firma está direta e positivamente relacionado com a alavancagem de tais empresas. A explicação dada para estes dois casos é a de que as empresas menores e mais jovens e que estavam em seus estágios iniciais de desenvolvimento apresentavam maior dificuldade para acessar a recursos externos à organização.

2.2.1.4. Teoria da agência

Jensen e Meckling (1976) foram os primeiros pesquisadores a vincularem variáveis comportamentais à estrutura de capital e ao nível de endividamento das empresas, embora sob uma ótica racional. A teoria da agência, inicialmente proposta pelos autores define a relação de agência como um contrato, no qual um ou mais indivíduos contratam outra pessoa (o

agente) para desempenhar determinada atividade em seu nome, mediante uma delegação de poderes.

Quando o acionista-gestor busca novos investidores, ele continua tendo toda a responsabilidade sobre as atividades da empresa, mas deixa de captar a totalidade dos lucros obtidos. Como consequência poderia se esperar que o acionista-gestor iria buscar formas alternativas de transferência de riqueza da empresa para si, em detrimento dos interesses dos novos acionistas. Por outro lado, a busca pela redução do consumo excessivo de benefícios não pecuniários, por parte do acionista-gestor, sob a forma de auditorias e sistemas de gestão mais restritivos, acarretaria em maiores custos: os custos da agência.

Além do conflito acionista-gestor e demais acionistas, Jensen (1986) identificou o conflito entre os dirigentes e acionistas. Tal conflito é gerado pelo excesso de fluxos de caixa (*free cash flow*), pois enquanto os acionistas entendem que esse excesso de fundos deverá ser distribuído sob a forma de dividendos, os dirigentes podem preferir aplicá-los com vistas ao crescimento da empresa. Para o autor, neste contexto, a existência de dívida na estrutura de capital da empresa, sob o efeito dos serviços da dívida, mitiga o referido conflito de agência, visto que limita o montante de fundos que estaria disponível para a arbitragem do gestor.

Em colaboração à Jensen (1986), Stulz (1990) sustenta a ideia de que as empresas com menor velocidade de crescimento, dado seu nível de maturidade, e que apresentem elevados níveis de fluxo de caixa, tendem a apresentar maiores níveis de endividamento. No que tange à evidências empíricas, diversos autores, ao avaliarem empresas de menor porte evidenciaram que o crescimento empresarial é determinante da estrutura de capital das empresas analisadas (HEYMAN *et al.*, 2008; GARCÍA-TERUEL e MARTÍNEZ-SOLANO, 2007; NGUYEN e RAMACHANDRAN, 2006).

Heyman *et al.* (2008) ao avaliarem 1.132 pequenas empresas belgas observaram que as empresas de alto crescimento apresentaram menor nível de endividamento em sua estrutura de capital. Já García-Teruel e Martínez-Solano (2007) ao avaliarem 11.533 pequenas e médias indústrias espanholas perceberam que o crescimento está positivamente relacionado com a alavancagem. Assim como Nguyen e Ramachandran (2006) ao pesquisarem 558 pequenas empresas vietnamitas descobriram que a sua estrutura de capital está positivamente relacionada com o crescimento, o risco do negócio, o tamanho da empresa e com as redes de relacionamentos com os agentes bancários.

Quanto à aplicação desta teoria, em micro e pequenas empresas, Peñaloza e Nobre (2005) comentam que tais contratemplos entre sócios/acionistas e dirigentes são muito mais relevantes para o caso de grandes empresas, quando comparado às menores firmas. Nestas organizações, geralmente a figura do empresário confunde-se com o do gestor, em que os custos de agência são reduzidos ou inexistentes (PETIT e SINGER, 1985).

Porém os conflitos de agência podem ser observados de outra forma. Jensen e Meckling (1976) identificaram outro tipo de desacordo de interesses: o conflito entre credores e acionistas/gestores da empresa. Neste sentido, Harris e Raviv (1991), salientam que a oposição de interesses entre os proprietários e credores surgem da substituição dos ativos, por vezes os proprietários/gestores são incentivados a trocar os seus ativos por bens mais competitivos que apresentarão retornos superiores, mas que têm maior risco. Quando se tratam de projetos com risco elevado, os credores procuram impedir essa troca prevendo que o investimento poderá não ter o retorno esperado e que a empresa poderá não ter a capacidade de liquidar as suas dívidas para com os seus credores.

O conflito de interesses entre acionista e credores gera também um custo maior para os credores que terão de avaliar se a empresa possui um histórico de bons projetos e de pagamento de dívidas. Não basta escolher o projeto mais seguro, é necessário também convencer os credores que o projeto é igualmente o menos arriscado, de forma a beneficiar da redução da taxa de juro (HARRIS e RAVIV, 1991).

2.2.1.5. Teoria da informação assimétrica

Diferentemente do teorema de Modigliani e Miller (1958), o qual assume implicitamente que o mercado possui total e irrestrita informação sobre as atividades da firma, a teoria da informação assimétrica tem por base o fato de que os diversos interessados pela empresa não dispõem da mesma informação, ou seja, a informação é imperfeita e assimétrica. Sob o enfoque dessa teoria, os agentes internos, denominados de gestores, possuem mais e melhores informações sobre a rentabilidade e novas oportunidades de investimentos do que os agentes externos, os investidores. Como consequência, as ações dos agentes internos são avaliadas rigidamente pelos investidores (CORREIA, 2003).

Sendo assim, a teoria da informação assimétrica avalia os mecanismos de sinalização dos agentes internos sobre o futuro da firma. Tais sinais, ou informações, devem ser críveis,

válidas e capazes de dar subsídio ao mercado para avaliar a qualidade do investimento a ser feito na empresa. Uma das formas de sinalização da firma é a sua própria estrutura de capital, assim como o anúncio de novos investimentos, ou distribuição de dividendos, por exemplo.

Os precursores da teoria de informação assimétrica foram Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Ross (1977), por exemplo, estudou a sinalização de informações por meio das decisões de financiamento da empresa, em que a alteração de sua estrutura de capital constituiria como um sinal ao mercado de que os agentes internos, de forma racional, ao perceberem oportunidades de investimento no negócio, iriam buscar novos recursos.

Leland e Pyle (1977), por outro lado, estenderam a teoria de informação assimétrica. Observaram que, em pequenas empresas, o problema informacional torna mais difícil a avaliação dos credores. A disponibilidade do empresário para investir seus próprios recursos serve como um sinal positivo de qualidade dos ativos da firma, e sobre as expectativas de ganhos futuros baseados nela.

Apesar do impacto da assimetria de informação no desempenho de uma firma estar sendo analisado de maneira extensiva em finanças ainda não há consenso na forma como mensurá-la. Dentre as restrições à sua mensuração tem-se que o grau de assimetria de informação não é diretamente observável, de modo que os pesquisadores dependem de *proxies* para avaliá-las (CLARKE e SHASTRI, 2000).

Há duas principais vertentes de pesquisa: uma que avalia o grau de assimetria de informação mediante o desempenho do valor de uma ação após o seu lançamento no mercado acionário. A segunda avalia o grau de convergência das previsões dos analistas sobre o futuro da empresa: empresas com elevado grau de assimetria de informação tenderiam a apresentar maior variabilidade nas previsões realizadas pelos analistas. Porém, nenhuma das abordagens citadas aplica-se a micro e pequenas empresas, uma vez que se torna extremamente oneroso a abertura de capital para esse tipo de organização.

Por outro lado alguns autores, tais como: Azevedo e Shikida (2004) e Nalwanga (2010) e Van Caneghem e Van Campenhout (2012) desenvolveram algumas ferramentas para mensuração da assimetria de informação entre micro e pequenas empresas e seus credores. No caso brasileiro, Azevedo e Shikida (2004) identificaram a problemática entre empresários rurais e uma cooperativa de crédito. Os autores avaliaram o volume de assimetria de informação pela quantidade de informações que foram disponibilizadas aos credores no

momento da solicitação de crédito. Sua vantagem foi a simplicidade e o pioneirismo da ferramenta, no entanto, os autores não fizeram nenhum tipo de validação do instrumento.

No segundo caso, Nalwanga (2010) avaliou a assimetria de informação de duas formas: disposição para divulgar informações e disposição para ser transparente. A primeira dimensão avalia a disposição do indivíduo para o fornecimento de informações acerca da empresa e seu futuro. A segunda avalia a sua disposição para ser transparente. Neste caso é avaliado se o gestor apresenta disposição para ofertar informações para além do que foi solicitado pelo credor.

A autora validou o questionário (Alfa de Cronbach igual a 0,7494) e encontrou uma correlação forte e negativa com o endividamento das micro e pequenas empresas analisadas. Tal correlação negativa é explicada pelo fato do gestor com menor nível de endividamento estaria mais disposto a ser mais transparente e mais disposto para fornecer mais informações, como forma de obter melhor acesso ao crédito.

Em outros países foram aplicadas abordagens diferentes. Van Caneghem e Van Campenhout (2012) ao estudarem 79.097 pequenas empresas belgas e luxemburguesas avaliaram a quantidade e a qualidade da informação existente. A quantidade foi medida por meio de uma variável *dummy* em que assumiram 1 quando as empresas apresentaram suas demonstrações financeiras usando o formato completo e 0 se apresentavam no formato abreviado. Para a qualidade utilizaram três variáveis binárias. Consideraram 1 quando as informações contábeis eram auditadas e 0 se não o fossem. Usaram 1 quando a opinião dos auditores não apresentar ressalvas e 0 se houvesse. Por fim utilizaram 1 quando a auditoria havia sido realizada por uma das quatro maiores empresas de auditoria daquele país e 0 se não fosse auditada por uma destas empresas.

Em seu trabalho, Van Caneghem e Van Campenhout (2012) observaram que a assimetria informacional das micro e pequenas analisadas prejudicava o acesso ao financiamento externo. Ademais, observaram que tanto a quantidade quanto a qualidade das demonstrações financeiras estão positivamente relacionadas com a alavancagem das firmas, assim como a estrutura dos ativos e as perspectivas de crescimento estão diretamente relacionadas com a alavancagem. De maneira contrária, a idade e a rentabilidade das empresas estão negativamente associadas com o endividamento dessas empresas.

Por outra via, Uzzi (1999), expandiu os conceitos inicialmente propostos por Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Uzzi (1999), a partir da

ótica sociológica, analisou a influência dos relacionamentos sociais no acesso ao crédito. O autor defendeu a ideia de que as empresas têm maior chance de obter crédito, com menores taxas, caso tenham melhores relacionamentos com seus credores. Neste sentido, a melhoria dos laços sociais levaria a um maior nível de troca de informações entre os agentes e menor assimetria informacional. Em contribuição, Arregle *et al.* (2007) destacam que as relações individuais e bancárias, mutuamente confiantes, melhoram o acesso aos recursos.

A relação bancária é definida como uma conexão entre um banco e seu cliente, a qual vai além da execução de operações financeiras simples e anônimas. Os benefícios dessa relação podem incluir a transferência de informações entre as partes, o compromisso da continuidade de negócios, inclusive nos momentos de dificuldade financeira, ou a oferta e prestação de serviços a preços diferenciados. Uma relação bancária pode ser dividida em duas dimensões. A primeira é o tempo, em que a importância de um relacionamento vai depender da sua duração. A segunda é o escopo, mensurada pelo número dos serviços oferecidos pelo banco ao seu cliente (ONGENAH e SMITH, 2000).

Para os autores, uma importante medida da relação com um banco, facilmente observável, é a sua duração, pois à proporção que o tempo da relação bancária aumenta, eleva-se a possibilidade do credor observar, aprender e utilizar as informações privadas de seus clientes, havendo também a probabilidade de uma melhor análise de sua reputação. Neste sentido, Petersen e Rajan (1994) evidenciaram que o tempo do relacionamento bancário está diretamente e positivamente relacionado com a disponibilidade de crédito ofertado aos seus clientes. Já Berger e Udell (1995) concluíram que as taxas de juros cobradas diminuem à medida que o tempo em um relacionamento se alonga. Resultado semelhante foi encontrado por Blackwell e Winters (1997), os quais demonstram que relacionamentos mais longos levam a menor frequência de monitoramento e menor custo do crédito.

Ongenah e Smith (2000) comentam que a força de uma relação bancária também pode ser medida pela amplitude dos serviços bancários utilizados pela empresa. A relação bancária pode ir além da tomada de empréstimo, ela pode incluir depósitos bancários, compensação de cheques, serviços de câmbio, antecipação de recebíveis, gestão de caixa, corretagem, aquisição de seguros, investimentos, empréstimos e leasing. A utilização desses serviços dá ao banco a oportunidade de aprender sobre a capacidade de pagamento da empresa.

Já o escopo torna-se importante na medida em que as informações geradas, através da verificação daquelas transações, permitem ao banco a realização de uma melhor avaliação do seu cliente e, como consequência, o decréscimo da assimetria de informação, potencializando

o acesso ao crédito (HODGMAN, 1961; HODGMAN, 1963; KANE e MALKIEL, 1965; WOOD, 1975; BLACK, 1975; NAKAMURA, 1993; VALE, 1993; RAJAN, 1998). Para Ongenah e Smith (2000), se o banco fornece a maior parte dos serviços de pagamento da empresa, ele pode criar uma imagem mais adequada das atividades operacionais e financeiras da empresa, a qual pode diminuir a assimetria de informação e ajudar no acesso ao crédito.

2.2.1.6. Teoria de hierarquização das fontes de financiamento

De acordo com a teoria de hierarquização das fontes de financiamento, a firma não define a estrutura ótima de capital, que leva a maximização da riqueza do acionista. Myers (1984), baseando-se na existência da assimetria de informação evidenciou a presença de uma hierarquia de preferências na escolha das fontes de financiamento das empresas, em que os agentes internos irão preferir financiar suas atividades com a riqueza criada internamente, visto que tal atitude não transfere informações aos investidores e, como consequência, não tem interferência na avaliação que o mercado faz da empresa.

Caso haja necessidade de financiamento externo, os agentes internos preferem endividar-se à emitir novas ações, ou buscar novos sócios, para financiarem o negócio. Por outro lado, a emissão de novas ações torna-se mais atrativa quando a empresa apresenta um nível de endividamento elevado, o que aumentaria o custo do capital de terceiros à medida que aumenta a probabilidade de falência.

Partindo deste argumento, Myers (1984) destaca que as empresas mais lucrativas irão recorrer a fundos gerados internamente e, como consequência, tenderão a apresentar menor grau de endividamento. As empresas mais lucrativas e com limitadas oportunidades de investimento, irão apresentar um endividamento menor, enquanto que aquelas que apresentam oportunidades de investimento superiores à capacidade de financiamento pelos fluxos de caixas internos irão apresentar maior grau de endividamento.

Segundo Holmes e Kent (1991), esta teoria parece particularmente importante para explicar a estrutura de capital das micro e pequenas empresas, devido às suas características típicas e ao acesso limitado a fontes de financiamento externas. Em particular, aquela hipótese fornece uma importante ferramenta para a análise da estrutura de capital das empresas ao longo do seu ciclo de vida (TEIXEIRA e COUTINHO DOS SANTOS, 2005).

A *pecking order theory* propõe que nenhum nível ótimo de estrutura de capital torna-se evidente para a empresa, pelo contrário, ela varia ao longo do seu ciclo de vida, desde o seu surgimento até a sua morte. Assim, a estrutura ótima é ajustada em resposta às necessidades financeiras da empresa ao longo do seu ciclo de vida. Algumas evidências empíricas em pequenas empresas (Chittenden *et al.* (1996) e Michaelas *et al.* (1999)) foram consistentes com a *pecking order theory*. Nesses trabalhos encontraram-se relações negativas entre lucratividade e uso de capital de terceiros, isto é, quanto maior a lucratividade da empresa, menor é a proporção de capital de terceiros em sua estrutura de capital.

Em linha à Chittenden *et al.* (1996) e Michaelas *et al.* (1999), Mac an Bhaird (2010), demonstrou que, quando as firmas não apresentam lucratividade capaz de financiar seus projetos os gestores buscam acessar dívidas externas à organização. Também evidenciou uma tendência para a hierarquização das fontes de financiamento. A primeira opção utilizada pelos pesquisados foi oriunda de lucros acumulados. Na sequência buscaram fontes externas de financiamento a fim de suportar os novos projetos na empresa. Em estudo mais recente, Newman *et al.* (2012), ao avaliarem 1.539 pequenas empresas chinesas, encontraram que o tamanho e a rentabilidade estão associados ao nível de alavancagem financeira, tal como propõe a *pecking order theory*.

2.2.1.7. Teoria baseada no ciclo de vida da firma

O uso de metáforas para explicar certos aspectos das organizações não é recente. Por exemplo: Alfred Marshall, no final do século XIX, através de seu livro “*The Principles of Economics: an introductory volume*” faz um paralelismo entre o ciclo de vida das empresas e o ciclo de vida das árvores.

A partir de Marshall (1890), diversos autores se debruçaram sobre o uso de metáforas biológicas para explicar aspectos organizacionais. Nessa perspectiva, Penrose (1952) comenta que o uso da visão biológica poderia ser útil para ajudar na compreensão do comportamento dos homens e, conseqüentemente, das instituições por eles criadas. Por outro lado, Penrose (1959), destaca que as diferenças na estrutura administrativa das pequenas e grandes empresas são tão significativas que, em muitos aspectos, é difícil de conceber que as duas espécies são do mesmo gênero.

Autores como Mueller (1972), Greiner (1972), Quinn e Cameron (1983) e Van de Ven e Poole (1995) julgam que as fases do ciclo de vida são sequenciais por natureza e têm influência sobre as decisões de estrutura de capital, ao contrário de outros trabalhos (CHURCHILL e LEWIS, 1983; MILLER e FRIESEN, 1984; MINTZBERG, 1984). Ademais, o estudo empírico efetuado por Miller e Friesen (1984) indica que as empresas podem não passar por algumas fases e até recuarem no ciclo de vida.

A existência do ciclo de vida organizacional é algo incontestável para diversos autores (REBELO, 2003). No entanto, a sua definição mostra-se difusa, existindo uma série de modelos que explicam, de forma diferenciada, o crescimento e o desenvolvimento das empresas.

Ademais, observa-se certa falta de consenso ao conceito de ciclo de vida das organizações. Esta indefinição é consequência, por um lado, da ênfase que cada autor dá a uma ou mais características organizacionais, por outro, da falta de consenso na terminologia utilizada para designar cada fase do ciclo de vida (QUINN e CAMERON, 1983; HANKS *et al.*, 1993).

Os termos utilizados na literatura para designar as fases do ciclo de vida divergem de autor para autor. Uns utilizam explicitamente o termo fase do ciclo de vida (QUINN e CAMERON, 1983; MILLER e FRIESEN, 1984; SMITH *et al.*, 1985; ADIZES, 1988; DODGE e ROBBINS, 1992). Outros utilizam fase de crescimento (GAIBRAITH, 1982; SCOTT e BRUCE, 1987; KAZANJIAN, 1988; KAZANJIAN e DRAZIN 1989). Outrem fazem uso da expressão fase de desenvolvimento (GAIBRAITH, 1982; CHURCHILL e LEWIS, 1983; QUINN e CAMERON, 1983; MINTZBERG, 1984; VAN DE VEN e POOLE 1995). Nesta tese busca-se associar a estrutura de capital das micro e pequenas às fases de crescimento e desenvolvimento destas firmas.

Ademais, o número de fases existentes no ciclo de vida não é consensual. Existem autores que realizam seus trabalhos com duas fases: Rebelo (2003), três fases: Smith *et al.* (1985) e La Rocca *et al.* (2011), quatro fases: Quinn e Cameron (1983), Kazanjian (1988), Kazanjian e Drazin (1989), Dodge e Robbins (1992), cinco fases: Greiner (1972), Gaibraith (1982), Churchill e Lewis (1983), Miller e Friesen (1984), Scott e Bruce (1987), seis fases: Mac an Bhaird e Lucey (2010) e até dez fases Adizes (1988), dada a variedade de fatores utilizados para explicar o desenvolvimento das organizações.

Apesar da falta de consenso sobre o sequenciamento ou do número de fases do ciclo de vida, a opinião generalizada é de que as empresas, ao iniciarem suas atividades, têm

dificuldade para acessar o financiamento bancário, devido à opacidade das informações (HUYGHEBAERT e VAN DE GUCHT, 2007). As fontes mais importantes, e comumente utilizadas, na fase inicial são as economias pessoais do proprietário, dos membros da família e amigos (ULLAH e TAYLOR, 2007). Ademais, a contribuição inicial do proprietário da empresa não se limita a recursos monetários, mas geralmente inclui também o fornecimento de quase capital na forma de bens pessoais, que comumente também são usados como colateral para assegurar financiamentos externos (BASU e PARKER, 2001).

De acordo com Mac an Bhaird (2010), as empresas bem sucedidas, após sobreviverem a fase inicial, são cada vez mais financiadas por lucros acumulados. Ademais a criação de um histórico de negociação facilita o acesso a maiores fontes de financiamento externo, especialmente o financiamento bancário e a antecipação de recebíveis. Para Mac an Bhaird (2010), a redução da proporção de capital próprio, após o período de 12 anos, é explicada pela melhoria gradual da reputação das empresas, tornando o acesso ao financiamento externo mais facilitado, conforme modelo criado por Diamond (1989) e Diamond (1991).

Ao atingir a maturidade, as empresas poderão apresentar um histórico de acesso ao crédito, e, normalmente, terão acesso a uma gama maior e melhor de opções de financiamento externo. Segundo Hogan e Hutson (2005), as fontes de financiamento acessadas nesta fase são geralmente determinadas pelas preferências dos proprietários das empresas, ao invés de restrições do lado da oferta de crédito.

Por fim, Steinmetz (1969) comenta que certo número de empresas poderá, em seguida, entrar em uma fase de declínio devido aos retornos decrescentes, em que ela pode ser liquidada ou assumida por outra organização (HOGAN e HUTSON, 2005). No contexto de menor velocidade de crescimento, dado seu estágio evolutivo, Jensen (1986) e Stulz (1990) sustentam a ideia de que tais empresas tendem a apresentar maiores níveis de endividamento.

Apesar da teoria da agência, baseados nos trabalhos de Jensen (1986) e Stulz (1990), propor que as organizações tendem a endividar-se na medida em que elas crescem, diversos trabalhos empíricos (por exemplo: Berger e Udell (1998), Rebelo (2003), Mac an Bhaird e Lucey (2010), Mac an Bhaird (2010), La Rocca *et al.* (2011), Sánchez-Vidal e Martín-Ugedo (2012) e Alves (2013) apontam em sentido contrário.

Nestes trabalhos é possível observar que o nível de endividamento cai na medida em que a empresa evolui em seu ciclo de vida, aumentando, porém, na sua última fase. A principal razão observada, para o decréscimo da alavancagem, é o aumento da proporção dos

lucros retidos dentro da estrutura de capital. Tal evidência é suportada pela *pecking order theory*, a qual propõe que, na medida em que o empresário tem a possibilidade de escolha, ele tenderá a optar pelo financiamento interno em detrimento às opções de financiamento externo.

No que tange as formas de avaliação do estágio do ciclo de vida das firmas, desde o seminal trabalho de Marshall (1890), desenvolveram-se diversos modelos que buscavam explicar o desenvolvimento das empresas, em que se destaca Adizes (1988). O autor desenvolveu uma teoria capaz de explicar a natureza do crescimento e do envelhecimento das organizações. A suposição básica centra-se na inter-relação entre dois fatores: flexibilidade e controlabilidade. As organizações, quando jovens, são bastante flexíveis, porém nem sempre controláveis. Na medida em que as organizações envelhecem, essa relação se altera.

Apesar de o autor descrever claramente as fases do desenvolvimento das firmas, ele não descreve, em seu trabalho, uma forma de medi-la. Porém é possível encontrar em seu site pessoal¹ um instrumento com tal finalidade. Trata-se de um instrumento contendo 31 questões que é de difícil aplicação no contexto das micro e pequenas empresas já que, por exemplo, pressupõe que as firmas apresentam uma administração profissionalizada em que há clara separação de departamentos (finanças, contabilidade, marketing, vendas e operações) e de funções (fundador, CEO, presidente e gerentes) e pressupõe a existência de planos financeiros, como orçamento empresarial, por exemplo.

Dada a dificuldade de aplicação de tal método, empiricamente se tem utilizado outras formas de categorização, em que se tem utilizado o qui-quadrado (Hanks e Chandler (1994)), padrões de fluxo de caixa (Dickinson (2011) e Pinková e Kamínková (2011)) ou análise de cluster (por exemplo: Smith *et al.* (1985), Gupta e Chin (1994), Rebelo (2003), La Rocca *et al.* (2011) e Alves (2013)).

No contexto da pequena empresa, Rebelo (2003) buscou verificar se o ciclo de vida das empresas contribui para aumentar o poder explicativo do modelo financeiro da estrutura de capital. O estudo analisou as empresas de tecnologias de informação portuguesas e baseou-se em dados recolhidos através de questionário. Utilizando a análise de cluster, para desenvolver uma taxonomia do ciclo de vida das empresas, verificou que existe uma relação negativa entre o nível de endividamento e o crescimento e entre o nível de endividamento e a rentabilidade.

¹ http://www.adizes.com/corporate_lifecycle.html

Ainda no contexto das empresas de menor porte, La Rocca *et al.* (2011) avaliaram, mediante análise de dados em painel, 10.242 pequenas e médias empresas italianas. Na fase inicial das atividades, as empresas analisadas dependiam fortemente do financiamento externo. Já no estágio da maturidade, as empresas tendiam a reequilibrar a estrutura de capital, substituindo a dívida por capital próprio.

2.2.1.8. Teoria do ciclo de crescimento financeiro da empresa

Semelhante ao modelo adotado pela teoria do ciclo de vida, abordado na literatura de estudos organizacionais, a teoria do ciclo financeiro também identifica estágios no desenvolvimento de uma firma. De acordo com Mac an Bhaird (2010), o modelo incorpora elementos de *trade off*, teoria da agência e *pecking order theory*, e descreve as fontes de financiamento para cada uma das fases do desenvolvimento de uma empresa. A hierarquia de preferências, perante a estrutura de capital da empresa, depende das fontes de financiamento disponíveis e, portanto, varia ao longo do ciclo de vida.

Como consequência à abordagem da teoria do ciclo de vida, surge a abordagem teórica do ciclo de crescimento financeiro, originalmente proposta por Berger e Udell (1998). Para eles a teoria financeira tradicional não é aplicável para todas as empresas, em especial destaque às micro e pequenas empresas. Já que em diferentes estágios do desenvolvimento das organizações teriam diferentes necessidades financeiras, acesso diferenciado ao mercado de capitais e diferentes custos associados à sua estrutura de capital.

O modelo proposto apresenta as empresas em um contínuo de tamanho/idade/informação e descreve um leque de opções de financiamento disponíveis às empresas, à medida que elas crescem. As empresas menores, e com maior opacidade informacional, são apresentadas do lado esquerdo da Figura 1, cujas empresas são financiadas pelas riquezas dos proprietários, dos membros de suas famílias e amigos, bem como, parcialmente pelo crédito comercial de curto prazo, ou ainda *Angel Finance*.

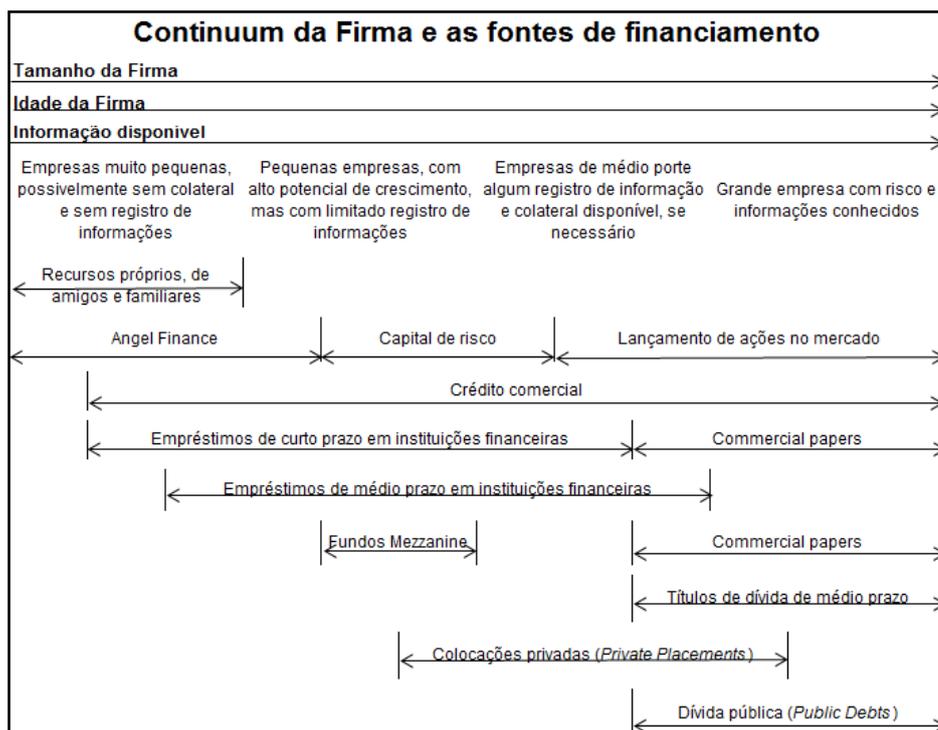


Figura 1: Continuum da Firma e as fontes de financiamento.
 Fonte: Adaptado de Berger e Udell (1998)

Conforme observado na Figura 1, os autores incorporam as mudanças na disponibilidade de informações e garantias ao descrever as fontes de financiamento disponíveis para as empresas, ao longo do tempo. O sequenciamento das fontes de financiamento centra-se na opacidade de informações e nos fundamentos da teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order theory*). Sendo assim, na medida em que as empresas crescem e evoluem ao longo do continuum elas teriam maior facilidade de acesso a recursos externos.

Nesse sentido, Gregory *et al.* (2005) ao avaliarem 4.637 empresas americanas testaram o modelo. Especificamente, os resultados mostram que as grandes empresas, são mais propensas a lançar novas ações no mercado ou utilizar dívidas de longo prazo ao invés de utilizar o financiamento interno. Já Mac an Bhaird (2010) analisou 275 pequenas e médias empresas Irlandesas. Observou que as empresas parecem seguir um ciclo de crescimento financeiro, em que nas fases iniciais se destaca a dependência do capital dos sócios fundadores. Na medida em que a empresa cresce, cresce também a dependência dos lucros acumulados e de empréstimos bancários de curto prazo.

2.2.1.9. Síntese

Desde o seminal artigo de Modigliani e Miller (1958), o estudo sobre estrutura de capital é uma das questões mais controversas em finanças, levando a diversas abordagens sobre o tema. A teoria tradicional defende a ideia de uma combinação ótima de capital próprio e capital de terceiros, que permite maximizar o valor de mercado da firma e, como consequência, minimizar o custo médio de capital (CORREIA, 2003). Na década de 1950 Miller e Modigliani lançaram seu estudo, o qual demonstrava que, perante a existência de mercados de capitais perfeitos, o valor da empresa não depende da sua estrutura de capital, mas da criação de riqueza. Apresenta-se a Tabela 2 para resumir os determinantes teóricos de Modigliani e Miller (1958) e as demais teorias tradicionais de estrutura de capital.

Tabela 2: Determinantes teóricos da estrutura de capital de acordo com as teorias tradicionais de estrutura de capital

Determinantes	Teoria	Modelo	Relação esperada com o nível de endividamento
Tamanho	<i>Pecking Order Theory</i>	Myers e Majluf (1984)	-
	Teoria dos custos de falência	Scott Jr. (1976)	+
Crescimento	Teoria da informação assimétrica	Myers (1984)	+
	Teoria da agência	Jensen (1986)	-
	Teoria da agência	Myers (1977)	-
	Teoria da agência	Stulz (1990)	-
	Teoria da informação assimétrica	Ross (1977)	+
Lucratividade	Teoria da informação assimétrica	Myers (1984)	-
	Teoria da informação assimétrica	Myers e Majluf (1984)	-
	Teoria da informação assimétrica	Leland e Pyle (1977)	+
	<i>Pecking Order Theory</i>	Myers e Majluf (1984)	-
	<i>Pecking Order Theory</i>	Myers (1984)	-
Estágio inicial	Teoria do ciclo de vida	Berger e Udell (1988)	+
	Teoria do ciclo de vida	Fluck <i>et al.</i> (1998)	+
	Teoria do ciclo de vida	Ullah e Taylor (2007)	-
Estágio intermediário	Teoria do ciclo de vida	Diamond (1989)	+
	Teoria do ciclo de vida	Diamond (1991)	+
	Teoria do ciclo de vida	Mac an Bhaird (2010)	-
Estágio final	Teoria do ciclo de vida	Berger e Udell (1988)	-
	Teoria do ciclo de vida	Stulz (1990)	+

Observação: o sinal “+” indica uma relação positiva entre o determinante e o nível de endividamento, enquanto que o sinal “-” indica uma relação negativa entre o determinante e o nível de endividamento. Fonte: elaboração própria

Modigliani e Miller (1963) aprimoraram o seu modelo desenvolvido em 1958, o qual admitia a presença do efeito fiscal da dívida. Os autores foram os principais promotores da discussão sobre a estrutura de capital, os seus determinantes e sobre os seus efeitos sobre o valor da firma. Porém devido a algumas limitações, aquela teoria tem sido incapaz de explicar

as decisões de estrutura de capital das grandes empresas (BARTON e GORDON, 1988). Deeds *et al.* (1995) comentam que dada a incapacidade de explicar as decisões de capital de grandes empresas, o modelo também parece ser ineficaz para explicar as decisões de estrutura de capital em micro e pequenas empresas, especialmente pelo fato de que a dedutibilidade fiscal dos serviços da dívida não é tão vantajosa, ou na maioria das vezes inexistente (MCCONNELL e PETTIT, 1980).

Os novos modelos teóricos, baseados em certas imperfeições do mercado, como custos de falência e custos de agência vieram conferir mais realismo à investigação sobre estrutura de capital. Muito embora o foco continuasse na estrutura de capital das grandes organizações. Nesse sentido, Kim (1978), Scott Jr. (1976), Kraus e Litzenberger (1973) discutiram teoricamente em seus trabalhos a existência de uma estrutura ótima de capital, que equilibra os efeitos fiscais da dívida e os custos de falência. Eles admitiram que o ápice da estrutura é alcançada quando o valor da poupança fiscal decorrente da dedutibilidade dos juros da dívida adicional iguala o valor atual dos custos de falência que a mesma acarreta.

Por outro lado, Baxter (1967) foi um dos primeiros pesquisadores a defender que um endividamento aumenta a probabilidade de falência e, conseqüentemente, o seu nível risco, fazendo com que o valor da empresa diminua. Apesar do autor não fazer distinção entre pequenas e grandes empresas, alguns autores como Warner (1977) e Ang *et al.* (1982) demonstram que as menores firmas apresentam custos de falência mais elevados do que as maiores empresas, devido à presença de um efeito escala nos custos de falência. Por outro lado, as maiores empresas, em função de serem mais diversificadas do que as pequenas empresas, têm uma menor probabilidade de falência.

Outra abordagem do estudo da estrutura de capital é dada pela teoria da agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), em que os autores defendem a existência de uma estrutura de capital ótima que minimiza os custos de agência totais. A teoria gira em torno do conceito da relação de agência baseada nas relações formais, cujos indivíduos contratam outra pessoa (o agente) para desempenhar determinada atividade em seu nome, mediante uma delegação de poderes. Sob a ótica das micro e pequenas empresas, os problemas de agência ocorrem entre o credor e o mutuário.

Diferentemente de Modigliani e Miller (1958), que assumem implicitamente que o mercado possui total e irrestrita informação sobre as atividades da firma, a teoria da informação assimétrica tem por base o fato de que os diversos interessados pela empresa não dispõem da mesma informação, ou seja, a informação é imperfeita e assimétrica. Sob o

enfoque desta teoria, os agentes internos, possuem mais e melhores informações a estrutura e sobre o futuro da firma do que os agentes externos, os credores. Como consequência, as ações internas serão avaliadas rigidamente pelos credores (CORREIA, 2003).

Os precursores da teoria de informação assimétrica foram Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Leland e Pyle (1977), por exemplo, observaram que a informação assimétrica, em pequenas empresas, torna mais difícil a avaliação, dos credores, sobre o nível de risco do investimento a ser realizado na firma e, como consequência, limita o acesso ao crédito para estas empresas. A disponibilidade do empresário para investir seus próprios recursos serve como um sinal positivo de qualidade dos ativos da firma, e sobre as expectativas de ganhos futuros baseados nela.

Uma consequência da teoria da informação assimétrica é a *pecking order theory* (POT). Essa teoria defende a ideia de que a estrutura de capital de uma empresa está diretamente relacionada com a necessidade de recursos e com a quantidade de fundos gerados internamente. Os seus pressupostos, baseados na existência de informação assimétrica entre gestores e credores e nos custos relativos às várias formas de financiamento, predizem que a empresa prefere o financiamento interno ao externo. Caso haja necessidade de financiamento externo, os agentes internos preferem endividar-se a emitir novas ações, ou buscar novos sócios, para financiar o negócio.

Por outro lado, a teoria do ciclo de vida faz um paralelismo entre os estágios de desenvolvimento de uma empresa e o nível de endividamento, em que empresas estreantes, e, como consequência menor histórico de operações, teriam maior dificuldade de obter o crédito em que, portanto, apresentariam menor nível de endividamento e este aumentaria, à medida em que a empresa evoluísse ao longo do tempo. Esta teoria deu origem à teoria do ciclo de crescimento financeiro da empresa, desenvolvida por Berger e Udell (1998), apesar de que Diamond (1991), tenha sugerido um padrão para o ciclo de crescimento da pequena empresa.

O modelo de ciclo financeiro da empresa, desenvolvido pelos autores apresenta as empresas em um contínuo de tamanho/idade/informação e descreve um leque de opções de financiamento disponíveis às empresas, à medida que elas crescem, momento em que são apresentadas diferentes estruturas ótimas de capital em diferentes pontos deste ciclo. Os testes empíricos que avaliam o modelo de Berger e Udell (1998) são raros, com algumas importantes exceções (por exemplo: Gregory *et al.* (2005) e Mac an Bhaird (2010)).

2.2.2. Teoria dos traços de personalidade

As teorias financeiras tradicionais sobre estrutura de capital apresentam diversos conceitos e abordagens que buscam resolver problemas específicos do tema, porém na sua essência, têm-se o paradigma da racionalidade, amplamente aceito na teoria econômica neoclássica. Apesar de sua ampla aceitação, tal paradigma não é capaz de explicar completamente o processo de tomada de decisão da estrutura de capital das micro e pequenas empresas.

Como consequência, novas correntes de investigação baseadas em aspectos não financeiros, tais como, valores, crenças, traços de personalidade, atitudes perante o risco e ao endividamento, características dos proprietários-gerentes bem como seus relacionamentos são usados para melhor explicar a estrutura de capital de tais empresas.

2.2.2.1. Conceitos e origens do estudo dos traços de personalidade

Segundo McCrae e Costa (1997), a teoria dos traços de personalidade define que o indivíduo é formado por um conjunto de parte, ou traços básicos que, agregados, formam a plenitude do ser. Matthews *et al.* (2009) explicam que os traços de personalidade são relativamente estáveis ao longo do tempo, apesar de que o comportamento humano possa variar de ocasião para ocasião, também se pode esperar que o indivíduo mantenha certas tendências durante o transcorrer de sua vida. Em oposição, Hurley (1998) afirma que os traços de personalidade podem ser influenciados pelo meio e por atributos dos indivíduo, expressos em diversas situações.

Por outra via, Matthews *et al.* (2009) citam que os traços de personalidade referem-se à estabilidade do comportamento e crenças sobre nossas disposições duradouras. O estudo dos traços de personalidade é associado às teorias tipológicas de personalidade, em que se busca descrevê-la em termos de traços ou de tipos.

A ideia de traços de personalidade pode ser tão antiga quanto à própria linguagem humana (MATTHEWS *et al.*, 2009). Hipócrates (460-370 a.C.), por exemplo, descreveu quatro temperamentos vinculados à cosmogonia: terra, ar, fogo e água. Já Aristóteles (384-322 a.C.) descreveu a vaidade, a modéstia e a covardia como principais determinantes do

comportamento moral e imoral. Assim como Cláudio Galeno (130-200 d.C.) descreveu os humores que se tornaram as bases do estudo do temperamento: melancolia, cólera, fleuma e otimismo. Porém a lista de termos é muito mais ampla. Allport e Odbert (1936), por exemplo, identificaram 17.950 termos da língua inglesa relacionados aos traços de personalidade.

A contribuição conceitual mais abrangente e mais utilizada atualmente foi dada por Allport (1937). O autor define traços de personalidade como estruturas mentais organizadas, os quais variam de pessoa para pessoa e orientam o comportamento. Carr e Kingsbury (1938) também apresentaram algumas questões centrais aos conceitos. Em seu trabalho, enfatizaram a natureza preditiva dos traços, ou seja, o conhecimento de certas características dá embasamento à previsão do comportamento futuro dos indivíduos. Articularam a noção de que os traços não eram diretamente observáveis, sendo possível sua inferência a partir dos comportamentos. Tais observações ainda constituem o ponto de vista dos principais teóricos da área.

A evolução recente da teoria busca identificar e explicar as fontes subjacentes ao comportamento, em que se almeja identificar, por exemplo, como a genética, a fisiologia ou a cognição participam desse processo (MATTHEWS *et al.*, 2009). Há ainda uma visão que aborda a construção dos traços de personalidade ao longo do tempo, em que Wright e Mischel (1987), por exemplo, citam que os traços de personalidade podem ser construídos pela interação social de duas ou mais pessoas. Por outro lado, há autores como Brody (1994) que afirmam que os traços de personalidade são causais. Nessa visão, os traços de personalidade são características latentes, influenciadas genotipicamente, as quais determinam o modo como os indivíduos respondem ao mundo social em que se encontram.

Apesar da falta de igualdade de opiniões sobre a forma de como se deve abordar a causa dos traços de personalidade: genética, fisiológica, cognitiva, social ou um conjunto de todos esses elementos, o consenso é de que tais disposições influenciam o comportamento. Autores como Allport (1937), Brody (1994), Buss (1989) e Matthews *et al.* (2009), propõem que os traços de personalidade podem afetar as escolhas, podendo ser utilizados na previsão do comportamento dos indivíduos. Dentre os principais modelos utilizados para o estudo dos traços de personalidade na atualidade têm-se o modelo de três fatores de Eysenck e Eysenck (1991) e o modelo de cinco fatores de Costa e McCrae (1988).

De acordo com a teoria da personalidade de Eysenck (1967) e Eysenck (1997), há três fatores de personalidade gerais: neuroticismo, extroversão-introversão e psicoticismo. No entanto, na literatura sobre traços de personalidade, o modelo mais utilizado é o modelo de

cinco fatores, o qual foi desenvolvido por Costa e McCrae (1988). De Raad e Perugini (2002) afirmam tal modelo tem adquirido o status de referência no estudo da personalidade humana. O modelo dos cinco fatores é formado por cinco construtos: neuroticismo, extroversão, amabilidade, escrupulosidade e abertura para experiência.

Apesar da sua ampla aceitação, existem várias críticas ao modelo Costa e McCrae (1988). Os cinco fatores pesquisados podem ser insuficientes para explicar as variações da personalidade humana. Ademais, são de número reduzido para representar as amplas dimensões da personalidade. (MATTHEWS *et al.*, 2009). Já Block (1995) faz uma crítica mais contundente: a forma como os cinco fatores emergem através dos dados os conduz a sua validação em razão da existência de subconjuntos de variáveis redundantes. Para o autor, tal indução pode levar à exclusão de muitos outros traços de personalidade relevantes.

Dentre as alternativas teóricas têm-se, por exemplo, o inventário Hogan de personalidade em que o construto extroversão é substituído por dois fatores: sociabilidade e ambição (HOGAN, 1986; HOGAN e HOGAN, 2002). Por outro lado, Matthews *et al.* (2009) destacam que há uma corrente teórica a qual defende que o estudo sobre os traços de personalidade devem convergir para além dos traços estudados pelos cinco construtos de Costa e McCrae, pelo modelo de Eysenck ou pelo inventário de Hogan. As sugestões incluem traços de personalidade como a honestidade, a valência negativa, a religiosidade o maquiavelismo, a sedução, a frugalidade, a integridade, a feminilidade, o egoísmo, o otimismo, o senso de controle, a confiança e a tolerância ao risco (SAUCIER e GOLDBERG, 1998; PAUNONEN e JACKSON, 2000; ASHTON e LEE, 2002).

Considerando-se as evidências de que os traços de personalidade podem ser considerados como determinantes do comportamento e que são relativamente estáveis ao longo do tempo, assim como autores como Buss (1989) defendem a ideia de que os traços podem afetar o processo de tomada de decisão, poder-se-ia esperar certa influência dos traços de personalidade sobre as decisões financeiras, especialmente as de longo prazo, como as decisões de estrutura de capital. Na próxima seção busca-se interrelacionar as duas áreas, com o objetivo de se propor uma alternativa teórica ao seu estudo, em especial detalhe às decisões a cerca do tema em micro e pequenas empresas.

2.2.2.2. Traços de Personalidade Gerenciais

Na psicologia, a teoria dos traços de personalidade é uma das principais abordagens ao estudo da personalidade humana (KASSIN, 2003). O foco dos pesquisadores desta área é a análise de traços, que podem ser definidos como padrões habituais de comportamento, pensamento e emoção. Sob esta vertente teórica, tais traços são relativamente estáveis ao longo do tempo, diferem entre os indivíduos e influenciam em seu comportamento.

Nesta perspectiva, um crescente corpo de pesquisas, em psicologia experimental, tem relatado a influência de determinados traços da personalidade, como a confiança e o otimismo, em decisões financeiras. No tocante à evidências empíricas, Heaton (2002) foi o primeiro a relacionar os conceitos fundamentais de traços às decisões de financiamento, apesar do autor não fazer referência à teoria dos traços de personalidade. O autor, por exemplo, demonstra que um gerente otimista acredita que os mercados de capitais desvalorizam os títulos corporativos e, portanto, tal gestor tenderia a preferir o uso de recursos gerados internamente, demonstrando uma preferência hierárquica entre as fontes de financiamento.

Uma derivação da teoria dos traços de personalidade é a teoria dos traços gerenciais, inicialmente proposta por Edwin Ghiselli. Ela começou a ser delineada na década de 1950, através dos trabalhos de Ghiselli (1955), Ghiselli (1956a), Ghiselli (1956b), Ghiselli e Barthol (1956), Ghiselli e Lodahl (1958) Ghiselli (1959) e continuou na década de 1960 e 1970, através de Ghiselli (1960), Ghiselli (1963a), Ghiselli (1963b), Ghiselli (1963c), Ghiselli (1971).

Em seus estudos, Edwin Ghiselli desenvolveu as bases para determinar os traços de personalidade que contribuem para o sucesso de um gestor. Em suas pesquisas, Ghiselli identificou seis traços importantes. Eles são: (1) capacidade de supervisão, (2) necessidade de realização ocupacional, (3) inteligência, (4) determinação, (5) autoconfiança e (6) iniciativa. O traço número um, capacidade de supervisão, inclui habilidades de planejamento, organização, liderança e controle. Essas quatro áreas da capacidade de supervisão são mais comumente denominadas funções gerenciais (LUSSIER *et al.*, 2010).

O primeiro trabalho a criar um modelo que vincula determinados traços gerenciais e a estrutura de capital foi desenvolvido por Heaton (2002), seguido de Hackbarth (2004), Malmendier *et al.* (2007), Hackbarth (2008) e Hackbarth (2009) e Gider e Hackbarth (2010).

Tais modelos propõem que os gestores otimistas e excessivamente confiantes acreditam que os mercados de capitais subestimam os títulos de dívida de suas firmas e, portanto, apresentam certo padrão de preferência perante as fontes de financiamento.

No tocante à evidências empíricas sobre os Traços de Personalidade Gerenciais, Hackbarth (2008) descreve que a magnitude e a combinação de tais traços determinam as preferências sobre dívida, *versus* capital próprio. O modelo proposto mostra que os gestores que apresentam excesso de otimismo e/ou subestimação dos riscos organizacionais tendem a escolher níveis de endividamento mais elevados, quando comparados a outros gerentes. Como resultado, pode se esperar que tais traços de personalidade influenciem a estrutura de capital das organizações. Segundo Gider e Hackbarth (2010), as evidências sugerem que a teoria de traços de personalidade gerenciais pode explicar a variação residual das demais abordagens teóricas.

Barros e Di Miceli da Silveira (2008), por outro lado, argumentam que os gerentes otimistas e/ou excessivamente confiantes tenderiam a optar por níveis de endividamento mais elevados do que aqueles que escolheriam se fossem não enviesados. Para os autores, intuitivamente, a propensão ao endividamento é motivada pela tendência dos gestores enviesados a superestimar a capacidade de endividamento de sua empresa, na medida em que subestimam seu risco de falência ou de enfrentar dificuldades financeiras. Logo, os Traços de Personalidade Gerenciais como otimismo, excesso de confiança e tolerância ao risco figurariam entre os determinantes da estrutura de financiamentos das empresas.

2.2.2.2.1. Otimismo

Segundo Kluemper *et al.* (2009) o otimismo tem sido estudado quase exclusivamente como um traço de personalidade. Porém, dado que indivíduos podem variar sua percepção entre otimismo e pessimismo, em contextos específicos da vida, alguns autores concluíram que o otimismo pode apresentar tanto um componente traço quanto um componente estado (LUTHANS, 2002; LUTHANS e YOUSSEF, 2007).

Para Kluemper *et al.* (2009), o otimismo, visto como traço de personalidade, apresenta certa estabilidade ao longo do tempo, produz um estado geral de vigor e resiliência e relaciona-se a dimensões de longo prazo da vida do indivíduo. Por outro lado, o otimismo visto como estado tem menor efeito em longo prazo nas dimensões mais representativas da

vida das pessoas e maior influência em questões específicas e situacionais. Nessa tese busca-se avaliar os efeitos do otimismo sobre as decisões longo prazo de estrutura de capital, em que se dá o enfoque, portanto, ao otimismo-traço, também chamado de otimismo disposicional.

O otimismo disposicional tem sido considerado um traço de personalidade o qual tem diversas implicações na vida das pessoas. Neste sentido, Marshall *et al.* (1992) comentam que o otimismo reflete a antecipação de acontecimentos positivos e está associado à extroversão e estados emocionais positivos. Assim como pode estar direta e positivamente relacionado com o senso de controle dos indivíduos (MCMAHON, 2005; HUI *et al.*, 2014).

Grant e Schwartz (2011) comentam que um proeminente corpo teórico tem emergido para demonstrar, por exemplo, a influência deste traço de personalidade sobre a saúde dos indivíduos, em que o processo de regulação das experiências emocionais, mediante o otimismo, influencia a saúde das pessoas (BRICKMAN *et al.*, 1978). Tal processo de regulação pode ser automático ou controlado e consencioso ou não consencioso (GROSS, 1998).

O aumento do interesse de se estudar a influência do otimismo na vida das pessoas é devido, pelo menos em parte, ao movimento da psicologia positiva (SELIGMAN, 1998). Os defensores desse movimento têm focado o estudo de construções positivas como o otimismo em contraponto ao estudo das patologias e fraquezas humanas. Porém, para Grant e Schwartz (2011) a influência do otimismo, mediante os ajustes psicológicos, vão para além da esfera da saúde física. Também influenciam diretamente o comportamento dos indivíduos.

Scheiver e Carver (1985) apresentam o otimismo como uma característica estável, com importantes implicações na maneira como as pessoas decidem e agem. Os otimistas tendem a esperar que mais coisas boas ocorram em suas vidas em detrimento à ocorrência de eventos mais negativos. Apesar disso, a teoria financeira moderna tem ignorado a influência deste traço de personalidade na modelagem do complexo processo decisório em ambientes organizacionais, especialmente as decisões de estrutura de capital (HACKBARTH, 2009).

O impacto do otimismo no processo decisório está associado à experiência. Os mais experientes e os mais especializados, tais como os executivos, tendem a ser mais propensos ao otimismo e ao excesso de confiança do que os novatos. Para Deeds *et al.* (1995), a percepção do proprietário sobre a viabilidade do novo empreendimento (otimista ou pessimista) pode afetar as decisões de financiamento. Complementando, Cooper *et al.* (1988) comentam que os

proprietários que são excessivamente otimistas podem subestimar as dificuldades na gestão de seu negócio e assumir compromissos inadequados para suas empresas.

Por outro lado, no contexto da estrutura de capital, os empresários que são otimistas seriam mais confiantes no uso de capital próprio em oposição à dívida (DEEDS *et al.*, 1995). Segundo os autores, isso também é verdadeiro para aqueles que acreditam que as empresas similares têm boas chances de sucesso. Já, aqueles que são pessimistas em relação tanto a sua própria empresa em particular quanto a outros empreendimentos preferem a dívida, por meio de capital externo, em detrimento das fontes internas de financiamento.

Segundo Wang *et al.* (2013) isso pode explicar as diferenças transversais em estruturas de capital das empresas. Nota-se, portanto, uma relação direta deste traço com as decisões de estrutura de capital. Os autores, ao analisarem 170 empresas estreantes no mercado acionário de Taiwan, concluíram que o otimismo está direta e positivamente relacionado com a estrutura de capital das empresas.

Outro efeito do otimismo é a crença que os gestores tem de que as ações de suas empresas são desvalorizadas e tendem a perceber o financiamento de capital caro (HACKBARTH, 2008). Segundo Hackbarth (2009), como os gestores otimistas tendem a superestimar a taxa de crescimento dos lucros futuros, eles são mais propensos a investir em projetos de valor presente líquido negativo, e são relutantes em dividir os lucros futuros com novos sócios, isto é, os gestores otimistas, tendem a optar por recursos internos, em detrimento à busca de novos sócios para financiar suas atividades. Na expectativa de mau desempenho, por outro lado, seria esperado que o financiamento das atividades fosse realizado por dívidas junto a terceiros (HACKBARTH, 2008).

Assim como Deeds *et al.* (1995) e Hackbarth (2008), Malmendier *et al.* (2011) demonstram que os gestores que são mais otimistas e confiantes em relação ao futuro de suas empresas, por superestimar os fluxos de caixa futuros de suas empresas, visualizam o financiamento externo como inapropriado e caro, preferindo usar o financiamento interno para suas organizações. Tal relutância no acesso ao financiamento externo pode resultar em baixos níveis de dívida externa, influenciados pela expectativa de bons retornos em seus projetos de investimento, os quais tenderiam a buscar de fontes internas do capital (ROSS, 1977; VAN AUKEN e CARTER, 1989).

Para a avaliação do otimismo há pelo menos duas maneiras de analisar as expectativas futuras e medi-las: perguntar às pessoas se elas esperam bons ou maus resultados em suas

vidas ou analisar suas interpretações sobre os eventos passados (SCHEIER e CARVER, 1992). A primeira abordagem reflete-se no teste de orientação da vida (*life orientation test*), proposto por Scheier e Carver (1985) e o seu sucessor, o teste de orientação da vida revisado (*revised life orientation test*), apresentado por Scheier *et al.* (1994). Salienta-se que ambas as ferramentas avaliam o otimismo sob a ótica de traço de personalidade.

A ferramenta de Scheier *et al.* (1994) consiste em um conjunto de dez afirmações (por exemplo, "sou sempre otimista sobre o meu futuro", "eu raramente espero que boas coisas aconteçam em minha vida"), para que os respondentes indiquem o seu grau de concordância, ou discordância, com tais afirmações. Alternativas para esta abordagem são apresentadas por Dember *et al.* (1989) e por Seligman (2011).

O instrumento desenvolvido Dember *et al.* (1989) apresenta uma grande limitação: sua extensão, pois em seu instrumento originalmente são utilizadas sessenta questões para mensurar o otimismo e o pessimismo dos entrevistados. Já o instrumento desenvolvido por Martin Seligman, no início da década 1990, e descrito em Seligman (2011), tem sido utilizado em pesquisas empíricas como no caso de Diener e Seligman (2002). Sua principal vantagem são as várias categorizações sobre o otimismo, que são derivadas do instrumento. Já a principal desvantagem é o tempo necessário para resposta: 15 minutos, conforme Seligman (2011) descreve, já que são respondidas 48 questões sobre o tema.

Uma abordagem diferente para medir o otimismo se baseia na ideia de que as expectativas das pessoas para o futuro são refletidas a partir de suas interpretações do passado (PETERSON e SELIGMAN, 1984). As causas das falhas, ocorridas no passado, são vistas como imutáveis e mais o fracasso que se poderia esperar no futuro, visto que a causa é entendida como relativamente permanente. Por outro lado, se as causas das falhas são vistas como mutáveis, as perspectivas para o futuro podem ser positivas, pois a causa pode não mais estar presente.

Ahrens e Haaga (1993) e Peterson e Vaidya (2001) descrevem que a grande limitação dessa abordagem é a impossibilidade de generalização dos resultados para as demais dimensões da vida do entrevistado. Na próxima seção são apresentados os conceitos de confiança e a sua influência nas decisões de estrutura de capital

2.2.2.2.2. Confiança

Lidar com a incerteza é um desafio constante na vida das pessoas, em que diversas abordagens teóricas, do ramo da Psicologia, são utilizadas para prever os comportamentos perante eventos incertos. Dentre as abordagens utilizadas, se podem citar o estudo da motivação (Feather, 1959; Weiner, 1974), das atitudes (Fishbein, 1967) e dos atributos, ou traços de personalidade (Jones e Davis, 1965). Outra abordagem teórica é dada perante o contexto da tomada de decisão (Edwards e Tversky, 1967), em que o estudo da confiança tem obtido amplo destaque.

O termo confiança refere-se à percepção da probabilidade de que determinada decisão está correta. Por outro lado, a falta de confiança ocorre quando as probabilidades declaradas são inferiores à proporção real das decisões corretas. De maneira contrária, o excesso de confiança ocorre quando, em uma série de decisões, as probabilidades declaradas excedem a proporção real das decisões corretas (PAESE e SNEIZEK, 1991).

Uma pessoa é descrita com excesso de confiança quando a confiança, em seu julgamento, é maior do que as frequências relativas de respostas corretas. Para Zacharakis e Shepherd (2001), o excesso de confiança descreve a tendência de superestimar a probabilidade de ocorrência de um conjunto de eventos. O excesso de confiança também pode ser associado mais genericamente à tendência das pessoas a superestimar suas próprias habilidades e conhecimentos. Neste sentido, Pompian (2011) cita que, na sua forma mais básica, a confiança excessiva pode ser resumida como a fé injustificada em um raciocínio intuitivo ou em julgamentos ou habilidades cognitivas.

Apesar dos conceitos de confiança e excesso de confiança citados serem mais atuais, o estudo da confiança não é recente, já que Williamson (1915), Trow (1923) e Lund (1925) buscavam demonstrar a influência da confiança nas crenças individuais e, como consequência, no processo de tomada de decisão. O excesso de confiança, por outro lado, foi discutido com maior ênfase durante a década de 70, em que vários pesquisadores notaram que os indivíduos muitas vezes se vêem com maior habilidade do que realmente as têm (MILLER e ROSS, 1975; REGAN *et al.*, 1975; FISCHOFF e BEYTH, 1975; BLASCOVICH *et al.*, 1975; FISCHHOFF *et al.*, 1977).

Em termos mais específicos, diversas pesquisas na área de empreendedorismo têm demonstrado que parte significativa dos empresários apresenta maior nível de confiança,

tendendo ao seu excesso (BUSENITZ e BARNEY, 1997; SARASVATHY *et al.*, 1998; FORBES, 2005). Já que o processo de criação e de gestão empresarial apresenta altos níveis de complexidade e de incerteza, os quais poderiam influenciar o processo de seleção deste perfil (LICHTENSTEIN e FISCHOFF, 1977; BARON, 1998; CAMERER e LOVALLO, 1999; KLAYMAN *et al.*, 1999; HAYWARD *et al.*, 2006).

Neste contexto, o excesso de confiança é tratado como uma característica constante entre os empreendedores a qual não varia entre as tarefas, denotando ser uma característica estável entre tais indivíduos (TREVELYAN, 2008). Alguns autores consideram o excesso de confiança como um traço (BIAIS *et al.*, 2005; BROWN e SARMA, 2007; CORDEIRO, 2009; SCHRAND e ZECHMAN, 2012). Ou ainda quasi-traço de personalidade (BUSENITZ e BARNEY, 1997; FORBES, 2005).

Autores como Irvine (1999), Schaefer *et al.* (2004) e Park (2013), por exemplo, relacionam positivamente a extroversão, com o otimismo, o excesso de confiança e a tolerância ao risco. Assim como excesso de confiança é relacionado à depressão (Dunning e Story, 1991), a auto-eficácia (Wolfe e Grosch, 1990), o autoritarismo e a abertura para novas experiências (Olivares, 1993) e com o narcisismo (STONE *et al.*, 2001; PAULHUS e WILLIAMS, 2002; PAULHUS *et al.*, 2003; CAMPBELL *et al.* 2004). Igualmente, o próprio narcisismo é, às vezes, discutido na forma extrema de excesso de confiança (POST, 1993; CAMPBELL *et al.*, 2004). Em suma, há uma variada gama de associações entre vários traços de personalidade e o excesso de confiança (SCHAEFER *et al.*, 2004).

Por outro lado, o excesso de confiança pode ser influenciado pela familiaridade com a tarefa (NOFSINGER, 2002). Neste sentido, Pulford (1996) comenta que experiências em uma determinada atividade podem melhorar a calibração do indivíduo, diminuindo a possibilidade da ocorrência do excesso de confiança. Para mitigar este efeito e mensurar as características mais estáveis do processo cognitivo, diversos autores buscam avaliar o excesso de confiança mediante perguntas de conhecimento geral, as quais não têm relação direta com o objeto pesquisado (LICHTENSTEIN *et al.* 1982; KLAYMAN *et al.*, 1999; FERREIRA, 2013).

Goel e Thakor (2000) comentam que a confiança não é necessariamente algo ruim no comportamento dos gestores, pelo contrário. Um maior nível de confiança faz com que os gestores tenham uma atitude mais propensa ao risco, elevando a criação de valor da empresa à medida que tais gestores tendem a levar ao mercado, com maior rapidez, novos produtos. Ademais, a confiança dos gestores auxilia na criação de uma cultura organizacional mais orientada para o resultado.

No que tange às decisões de estrutura de capital, Fairchild (2005) destaca que cada vez mais os pesquisadores estão reconhecendo que a confiança pode desempenhar um papel significativo nas decisões de financiamento e de investimento (KAHNEMAN e LOVALLO, 1993; GOEL e THAKOR, 2000; SHEFRIN, 2001; HEATON, 2002; GERVAIS *et al.*, 2003; MALMENDIER e TATE, 2005). A confiança conduz os empreendedores à realizarem novos investimentos em suas firmas e usarem maior nível de financiamento externo na sua estrutura de capital (OLIVER, 2003). Hackbarth (2008), por exemplo, mostra teoricamente que os indivíduos excessivamente confiantes escolhem níveis de endividamento mais elevados e emitem novas dívidas com maior frequência.

Já Oliver (2003), ao investigar 500 maiores indústrias americanas, encontrou uma relação positiva, e estatisticamente significativa, entre o nível de confiança e o grau de alavancagem financeira. O autor utilizou o *Michigan Consumer Sentiment Index* (MCSI) como *proxy* para medir a confiança do empresário, apesar do índice também ser utilizado para medir a percepção de oportunidades de crescimento da firma. O resultado é semelhante ao de Meftah e Oliver (2007), os quais usaram métrica análoga para medir a confiança do empresário e a sua influência na alavancagem de firmas francesas.

Por outro lado, Malmendier *et al.* (2007) buscaram medir a confiança sob a ótica comportamental, em que observaram que a confiança do gestor está diretamente relacionada com a preferência pelo financiamento interno perante o financiamento externo. Os autores usaram como *proxy* da confiança a manutenção de opções da empresa para além do que seria esperado para um perfil não enviesado. Cordeiro (2009) acrescenta que os gestores excessivamente confiantes são menos inclinados à pagar dividendos desde que eles acreditem que se possa obter retornos maiores aos acionistas investindo em novos projetos da empresa. Além disso, o autor demonstra que os gestores excessivamente confiantes amplamente preferem o financiamento interno em detrimento ao financiamento externo.

Medir os traços de personalidade gerenciais não é tarefa simples, pois tais características não são diretamente observáveis em informações públicas. Dentre as alternativas disponíveis para a mensuração do excesso de confiança dos gestores, mediante informações públicas destacam-se as ferramentas criadas por Malmendier *et al.* (2007) e Campbell *et al.* (2009).

Malmendier *et al.* (2007), propuseram a verificação das crenças dos gestores pela manutenção das opções recebidas das empresas por eles geridas. Sob a ótica tradicional de finanças os executivos, ao receberem essas opções, devem exercê-las mais cedo e vendê-las,

como forma de diminuir o seu risco, já que seus ganhos (salário e rentabilidade das ações) estariam associados a somente uma empresa, logo seu risco não estaria diversificado. Caso o gestor opte por mantê-las, isso indicaria que suas expectativas perante o futuro da empresa são boas, fazendo com que eles esperem pela execução dessas opções.

Para Gider e Hackbarth (2010), a grande desvantagem daquela técnica é o fato de que o otimismo e o excesso de confiança são difíceis de serem separados, bem como é difícil avaliar o efeito das informações privilegiadas no processo de tomada de decisão. Campbell *et al.* (2009) criaram uma medida indireta para o otimismo e o excesso de confiança. Buscaram comparar o nível de investimento da empresa com a média do setor, em que empresários mais confiantes e otimistas em relação ao futuro da empresa iriam realizar um volume maior de investimentos, quando comparado às outras.

No que se refere a pesquisas de levantamentos, Ben-David *et al.* (2007), criaram uma ferramenta em que os gestores são perguntados acerca de suas previsões para as taxas de retorno do mercado acionário, bem com a taxa de retorno de sua empresa nos próximos períodos. Na sequência são convidados a estabelecerem intervalos de confiança para suas respostas. Um estreito intervalo de confiança iria refletir em um elevado nível de confiança.

Já Ferreira (2013) levantou uma série de questões com o objetivo de avaliar a compreensão dos entrevistados sobre conceitos financeiros. Para medir a confiança considerou como *proxy* o número de respostas incorretas às questões sobre conhecimento financeiro, o que poderia evidenciar uma possível sobrevalorização dos próprios conhecimentos. A autora classificou os indivíduos como excessivamente confiantes quando o número de respostas corretas foi inferior a seis e não confiantes quando o número de respostas corretas foi igual a seis ou sete, de um total de dez questões.

Em outra etapa da pesquisa foi solicitado aos respondentes escolher o seu nível de confiança para cada resposta. Caso o respondente desconhecesse a solução, ele era convidado a selecionar o nível de confiança de 50%, pois teria a metade da probabilidade de estar certo. Se tivesse a certeza quanto à sua resposta, deveria selecionar o nível de 100%. Se, por exemplo, não tivesse a certeza absoluta, mas tivesse quase a certeza e confiasse que a sua resposta estivesse correta, com um grau de confiança de 90%, então deveria selecionar o intervalo 90%-99%. Como principal limitação, pode-se citar a inexistência de calibração para o excesso de confiança, já que a não calibração das respostas pode levar a erros na análise (LICHTENSTEIN, *et al.*, 1982).

Considerando a necessidade de calibração, Lichtenstein *et al.* (1982), propuseram uma metodologia para tal fim. Mais especificamente são propostas duas medidas de realismo na confiança de julgamento: calibração e excesso/baixa confiança, calculadas através da equação (1) de Murphy (1973). Segundo Zindel (2008), essa é uma medida de desvio da calibração perfeita. A medida padrão da calibração (C) é definida como a variância das proposições corretas c_t em torno dos níveis correspondentes de confiança r_t , conforme descrita em (1):

$$C = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^T N_t (r_t - c_t)^2 \quad (1)$$

em que C é a variância das proposições corretas c_t ; r_t são os graus correspondentes de confiança para a categoria t ; T é o número total de categorias de respostas usadas; N é o número total de respostas, n_t é o número de avaliações na categoria t e c_t é a proporção correta para todos os itens assinalados com a probabilidade r_t . A equação (1), proposta por Murphy (1973), dispõe de um sinal positivo ou negativo para indicar se a pessoa possui excesso ou falta de confiança em seus julgamentos como demonstrada abaixo:

$$\text{Excesso / Falta de confiança} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^T N_t (r_t - c_t) \quad (2)$$

O excesso de confiança é demonstrado por uma diferença positiva e o baixo nível de confiança por uma diferença negativa, pois quando um indivíduo apresenta excesso de confiança significa que o seu grau de confiança no julgamento tende a exceder o seu grau de acuidade (MCCLELLAND e BOLGER, 1994).

Para o cálculo da calibração e excesso ou baixo nível de confiança são utilizadas questões de conhecimento geral. Zindel (2008), por exemplo, usou 10 questões de conhecimento geral. Cada questão proposta continha duas alternativas de resposta, das quais uma é verdadeira e a outra falsa. Cada pergunta também era composta por uma escala de meia-extensão (50% a 100%) de ($0,5 \leq p \leq 1,0$), na qual o entrevistado descreveu a probabilidade de quão certo estaria de que a alternativa escolhida fosse de fato verdadeira (LICHTENSTEIN, *et al.*, 1982).

No que se refere à calibração, Pulford (1996) comenta que experiências em uma determinada atividade podem melhorar a calibração do indivíduo, diminuindo a possibilidade da ocorrência do excesso de confiança. Murphy e Winkler (1977), por exemplo, ao investigar meteorologistas, evidenciou que os indivíduos mais experientes eram mais calibrados e menos excessivamente confiantes. Da mesma forma, Garb (1986) encontrou menos excesso de

confiança em médicos experientes do que os juízes inexperientes. No entanto, em outro estudo, o maior nível de excesso de confiança foi obtido em atividades em que os indivíduos consideravam que tinham maior experiência (HEATH e TVERSKY, 1991).

2.2.2.2.3. Tolerância ao risco

O risco é um desafio predominante para a sociedade humana. Segundo Roszkowski e Davey (2010), a literatura sobre o comportamento perante o risco é repleta de termos como: tolerância ao risco, aceitação de risco e perfil de risco, em que todos buscam avaliar a mesma noção básica, ou seja, o quanto alguém está disposto a buscar um curso de ação não garantida.

Nesse sentido, alguns autores, tais como Slovic (1987), Hunter (2002), Hunter (2006) e Roszkowski e Davey (2010) fazem uma separação entre percepção de risco e tolerância ao risco. Em excessência, esta distinção entre tais conceitos dá forma à duas abordagens ao tema: estado transitório e traço de personalidade. Para eles, a tolerância ao risco é um traço de personalidade. Porém ela pode variar ao longo da vida das pessoas (através do processo de envelhecimento) e através da ocorrência de eventos externos intensos, como crises financeiras, por exemplo, levando à aversão ao risco naquele contexto. A resposta, para os autores, está na mudança de percepção de risco e não propriamente na tolerância ao risco.

O posicionamento dos autores é suportado por Van de Venter *et al.* (2012), os quais, avaliaram longitudinalmente 3.234 indivíduos durante 5 anos e observaram uma pequena variação da tolerância ao risco durante o período. Os autores concluem que a tolerância ao risco é um traço de personalidade estável, sendo improvável que mude substancialmente ao longo da vida dos indivíduos.

A tolerância ao risco financeiro também pode ser encarada como um atributo subjetivo e, como tal, acredita-se que apresente uma predisposição genética (HANNA e CHEN 1997). Por exemplo, em um estudo com gêmeos suecos, Cesarini *et al.* (2009) constataram que cerca de 20% das diferenças observadas na preferência dos indivíduos, perante a tomada de decisão em condições de risco, pode ser atribuída a diferenças hereditárias.

Roszkowski *et al.* (2005) conceituam tolerância ao risco como o limite que uma pessoa arrisca-se em um resultado menos favorável na busca de um resultado mais favorável. Sendo assim, a tolerância ao risco desempenha um papel importante no processo de tomada

de decisão econômica. Como resultado, a disposição de uma pessoa frente ao risco é usada para prever o seu comportamento econômico (BHANDARI e KUNDU, 2014).

Neste sentido, alguns trabalhos argumentam que as características comportamentais dos gestores, tais como tolerância ao risco, excesso de confiança e otimismo, afetam o nível de endividamento das organizações (por exemplo: Heaton (2002), Brealey e Myers (2003) e Hackbarth (2008)).

Apesar de Heaton (2002) não fazer referência direta à influência da tolerância ao risco nas decisões de financiamento, ele aponta para a possibilidade da tolerância ao risco ser utilizada no modelo explicativo do otimismo entre gestores e, como consequência, a estrutura de capital das firmas. Já para Brealey e Myers (2003), nas organizações em que gestores são avessos ao risco, o empreendedor pode definir os limites de endividamento considerando seus interesses pessoais de sustentar uma situação segura e sem dificuldades financeiras para si e para a empresa. Em seu trabalho, Hutchinson (1995) acrescenta que tendência predominante dos proprietários-gerente de micro e pequenas empresas perante o risco tem influência direta nas decisões de estrutura de capital de suas empresas, de modo que empreendedores mais avessos ao risco limitariam o uso de recursos oriundos de novas cotas ou ações e evitariam a dívida, podendo limitar o crescimento da firma.

Apesar da argumentação teórica, ainda são escassos os trabalhos empíricos que relacionam a disposição do empreendedor perante o risco e a estrutura de capital de micro e pequenas empresas. No Brasil, por exemplo, Barbosa e Moraes (2003), ao avaliarem microempresas, encontraram uma relação significativa e positiva entre o nível de tolerância ao risco e o nível de endividamento dessas empresas. Assim como Verheul e Thurik (2001), ao avaliarem 2.000 empresas holandesas, observaram uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre a tolerância ao risco e a busca de recursos externos para o financiamento das atividades empresariais. Também observaram uma relação negativa entre a atitude de risco e o uso de recursos internos no processo de criação de novas empresas.

Para Ang *et al.* (2010) as preferências pessoais dos proprietários-gerentes de pequenas empresas familiares, e a tolerância ao risco desses empreendedores, desempenham um importante papel na escolha da estrutura de capital de tais empresas. Destacam ainda que a literatura sobre tolerância ao risco é rica em evidências empíricas, que relacionam os fatores demográficos e socioeconômicos e o comportamento perante o risco. Por exemplo, variáveis como gênero, idade, educação e experiência gerencial teriam relação direta com a preferência pelo risco.

Nesse sentido, há várias evidências de que os homens são mais tolerantes ao risco do que as mulheres (por exemplo: Pålsson (1996), Sung e Hanna (1996), Bajtelsmit e VanDerhei (1997), Schubert *et al.* (1999), Grable e Joo (2000), Halek e Eisenhauer (2001), Mandal e Roe (2007), Arano *et al.* (2010) e Cavalheiro (2010), Ors *et al.* (2013) e Cooper *et al.* (2014)), de modo que esse maior nível de tolerância poderia implicar em uma propensão à uma estrutura de capital mais arriscada, devido a um maior nível de endividamento, como demonstrado em Wallach e Kogan (1961), McInish (1982), Morin e Suarez (1983), Pålsson (1996), Hallahan *et al.* (2004) e Graham *et al.* (2013).

Também há evidências como em Blume e Friend (1978) e Masters (1989) os quais concluíram que gestores e empreendedores apresentam maior tolerância ao risco do que os demais indivíduos. No entanto, argumentos no sentido oposto também estão disponíveis na literatura. Haynes e Avery (1997) destacam que decisões arriscadas, realizadas por proprietários-gerentes de pequenas empresas familiares, têm um profundo impacto sobre os bens e serviços consumidos por suas famílias, logo, a assunção ao risco, em decisões financeiras, é dificultada, à medida que se dá prioridade à manutenção do bem estar econômico da família, em detrimento à expectativa de maior riqueza futura, limitando as oportunidades de investimento pela maior aversão ao endividamento das firmas.

Igualmente, Xiao *et al.* (2001) comentam que as famílias, proprietárias de pequenos negócios, são diferenciadas das demais pois os recursos familiares e os recursos dos seus negócios são muitas vezes misturados, tornando as decisões financeiras organizacionais um fator crítico para suas famílias. Já Zellweger *et al.* (2007) destacam que a maioria dos empresários tem uma grande quantidade de recursos pessoais e de sua família, aplicados em suas empresas e não apresentam uma separação efetiva entre a riqueza privada e a riqueza de seus negócios. Assim, poder-se-ia esperar que proprietários-gerentes de empresas familiares iriam mostrar um maior nível de aversão à perda e menor tolerância ao risco em suas decisões financeiras organizacionais e, como consequência, tenderiam a apresentar um menor nível de endividamento na estrutura de capital de suas firmas.

Apesar de o risco estar sendo de interesse para investidores e para acadêmicos durante centenas de anos, a maioria das tentativas de investigação para compreender a tolerância ao risco financeiro são relativamente recentes. Droms e Strauss (2003), com o desejo de criarem uma ferramenta capaz de determinar o nível de tolerância ao risco, criaram o *global portfolio allocation scoring system* (PASS). Na versão original, são apresentadas seis questões escalonadas de 1 a 5, conforme o formato Likert, cujo objetivo é, através da pontuação obtida

pelas respostas, classificar o perfil do respondente em: a) Muito Conservador (de 6 a 12 pontos); b) Conservador (de 13 a 18 pontos); c) Moderado (de 19 a 24 pontos) e d) Agressivo (de 25 a 30 pontos).

Outro método para medir a tolerância ao risco se dá através da avaliação do comportamento do investidor. Analisa-se a disposição ao risco examinando a composição dos ativos de uma carteira selecionada pelo investidor, como por exemplo: Riley e Russon (1995), Schooley e Worden (1996) e Droms e Strauss (2003). No que se refere à avaliação da tolerância perante o risco em decisões organizacionais de micro e pequenas empresas, Verheul e Thurik (2001) utilizaram uma abordagem diferente: perguntaram ao principal gestor o quanto ele estava disposto a assumir de risco em seu negócio. Utilizando de uma escala likert de cinco pontos, os autores deram opções que variavam de quase nada até o maior risco possível.

2.2.2.2.4. Senso de controle

O estudo da disposição perante o controle tem sido associado a vários domínios da Psicologia. Em particular, se tem aceitado a existência de duas grandes áreas de estudo sobre o tema: o senso de controle e o desejo de controle. Em primeiro lugar o foco é o senso de controle, frequentemente denominado de controle percebido. O senso de controle refere-se à percepção do indivíduo sobre o nível de controle disponível em um determinado contexto (MOULDING e KYRIOS, 2007).

O senso de controle incorpora tanto o grau em que um indivíduo acredita que pode executar uma ação, quanto à crença de que a ação vai conduzi-lo a um resultado desejado, ou evitar algo indesejável (SKINNER, 1996). Já para Mendes-da-Silva e Yu (2009), o senso de controle tem sido entendido como a percepção, por parte do indivíduo, do poder pessoal sobre o controle, o estabelecimento, a direção e os objetivos de vida. Além disso, o senso de controle possibilita aos indivíduos versatilidade na solução de problemas, bem como encaminhamento apropriado das emoções, por ocasião de decisões em eventos adversos, como aqueles relativos à sua vida futura (CLORE *et al.*, 1993; TURNER e ROSZELL, 1994).

Controlar o próprio destino significa exercer autoridade e influência sobre a direção e os resultados da própria vida. Porém, as pessoas apresentam variação quanto à percepção de

controle. Alguns acreditam que podem conseguir tudo aquilo que colocam em suas mentes, no que creem e que são responsáveis pelos seus próprios sucessos e fracassos. Outros imaginam que a ocorrência de bons resultados em suas vidas depende fortemente da sorte, os quais sentem que têm pouco controle em suas vidas (MIROWSKY, 1995). A sensação de controle varia, portanto, do fatalismo e profundo sentimento de impotência, até a crença plena de controle dos resultados futuros (MIROWSKY e ROSS, 1991).

Mirowsky (1995) comenta que o senso de controle é importante cientificamente por uma série de razões, pois reflete as limitações reais impostas por si mesmo, bem como a criação de oportunidades na vida dos indivíduos. A diferença básica do senso de controle está na posição do *locus* de controle: interno ou externo. Indivíduos com tendência a apresentar *locus* de controle externo apresentam menor senso de controle, enquanto pessoas com *locus* de controle interno tendem a apresentar maior nível. Destaca-se, porém que o maior nível de senso de controle também está associado à outros traços de personalidade.

Neste sentido, diversos autores relacionam o senso de controle a outros traços de personalidade, em que destacam-se: Judge *et al.* (1997), Judge *et al.* (1998a), Judge *et al.* (1998b), Grable e Joo (2000), Judge e Bono (2001a), Judge e Bono (2001b), Judge *et al.* (2002), Bono e Judge (2003), Piccolo *et al.* (2005), Cavalheiro (2010), Cavalheiro e Caporal (2011). Tais investigações consideram o senso de controle como um traço de personalidade, o qual está intimamente ligado a outros traços como autoeficácia, autoestima e estabilidade emocional (baixo neuroticismo).

No que se refere à evidências empíricas da interrelação entre os traços de personalidade, Cavalheiro (2010), Cavalheiro e Caporal (2011), por exemplo, demonstram uma relação positiva entre o senso de controle e a tolerância ao risco. Já DeJoy (1989) e McMahon (2006) citam que o alto nível de senso de controle é causador do excesso de otimismo, assim como Mendes-da-Silva e Yu (2009) destacam que o excesso de confiança sofre influência do senso de controle de cada indivíduo.

Especificamente quanto à relação do senso de controle com a estrutura de capital, diversos autores demonstram a existência da relação, de modo que quanto maior o *locus* de controle externo, maior a probabilidade da existência de dívidas pessoais (por exemplo: Livingstone e Lunt (1992), Tokunaga (1993), Trent *et al.* (2006) e Mewse *et al.* (2010)). Portanto, se a atitude perante a dívida é preditora do comportamento humano, conforme aponta Kraus (1995), pode-se concluir *ceteris paribus*, que o senso de controle, sob o domínio

do locus de controle interno, poderia ter influência no comportamento direcionado à aversão à dívida e, como consequência, na estrutura de capital das firmas.

Tal premissa foi confirmada por Koropp *et al.* (2014), em que os pesquisadores observaram que a atitude em direção à dívida, o controle percebido (*proxy* ao senso de controle) e as normas familiares influenciam diretamente a intenção ao uso de recursos gerados internamente, influenciando, desta forma, a estrutura de capital.

Ao pesquisarem 118 empresas familiares alemãs, os autores concluem que a atitude em direção à dívida está positiva e significativamente relacionada ao uso de dívidas na estrutura de capital. Por outra via, o senso de controle, sob a ótica do controle comportamental percebido (*perceived behavioral control*), foi observado como negativamente associado à disposição para o uso de dívidas na estrutura de capital e, como consequência, menor alavancagem. Nesse sentido, Norman *et al.* (1999) e Ajzen (2002) definem controle comportamental percebido como a percepção que o indivíduo tem sobre a quantidade de controle que ele ou ela tem sobre a efetivação de determinado comportamento.

A primeira tentativa para mensurar o senso de controle foi desenvolvida por Phares (1957). O autor criou um instrumento de pesquisa, em que utilizava a escala Likert aplicada a 26 questões, em que 13 itens faziam referência ao locus de controle interno e outras 13 questões que avaliavam o locus de controle externo. Segundo Rotter (1966), a escala de Phares (1957) foi adaptada na tese desenvolvida por James (1957). Da escala Phares-James, derivaram vários instrumentos, como os desenvolvidos por Rotter (1966), Levenson (1973) e Mirowsky e Ross (1991).

Para mensurar o senso de controle, Mirowsky e Ross (1991) criaram uma ferramenta, que posteriormente foi adaptada por Mirowsky e Ross (1999). Nesse último instrumento são utilizadas oito questões. O índice advém da média das respostas, que variam de -2 (discordo totalmente) até 2 (concordo totalmente), incluindo 0 (neutro). Muitos trabalhos utilizam tal escala em que se podem citar os estudos brasileiros desenvolvidos por Santos (2003), Santos (2005), Mendes-da-Silva e Yu (2009), Cavalheiro (2010) e Cavalheiro e Caporal (2011).

2.2.2.2.5. Atitude em direção a dívida

Os comportamentos econômicos fazem parte da realidade social e da conduta humana. Atitudes para obtenção de recursos, consumo, poupança, investimentos, decisões de endividamento e pagamento de impostos são exemplos desses comportamentos. No caso dos empreendedores essas atitudes são necessariamente mais complexas e recorrentes, pois o exercício da atividade empresarial requer decisões rotineiras sobre os recursos a serem usados para o financiamento da atividade (FERNANDES, 2009).

É prática comum na Psicologia explicar o comportamento humano em função de disposições subjacentes estáveis (HEIDER, 1958; CAMPBELL, 1963). Maior enfoque tem sido dado aos traços de personalidade, porém tem emergido um significativo corpo teórico que visa avaliar o comportamento humano mediante as atitudes (AJZEN, 2005). Assim como os traços de personalidade, as atitudes são características latentes e observáveis externamente ao indivíduo. Para Ajzen (2005), a atitude é uma disposição para responder favoravelmente a um objeto, instituição ou acontecimento.

Da mesma forma que o traço de personalidade, a atitude é uma construção hipotética relativamente estável que, sendo inacessível à observação direta, deve ser inferida mediante respostas às quais devem refletir as avaliações positivas ou negativas do objeto avaliado (AJZEN, 2005). Perante o contexto da atitude, as respostas são de natureza avaliativa e são dirigidas a um alvo (uma pessoa, instituição ou evento econômico, por exemplo). Já os traços de personalidade não são necessariamente avaliativos, eles descrevem tendências de respostas em um determinado domínio e não se concentram em um alvo externo em particular.

A relação entre atitudes e comportamento tem sido o tema de um debate considerável. Kraus (1995), ao realizar meta-análise de oitenta e oito artigos sobre o tema, demonstrou que a atitude é preditora do comportamento humano. Nesse contexto, a atitude em direção a dívida pode ser um importante componente para o estudo da estrutura de capital das micro e pequenas empresas na medida em que pode prever o uso de dívidas na estrutura de capital. Através da análise da propensão ao endividamento ou da aversão ao endividamento dos proprietários-gerentes poder-se-ia identificar as relações existentes com maior ou menor nível de endividamento na estrutura de capital daquelas organizações.

Nesse sentido, algumas evidências empíricas como Matthews *et al.* (1994), Hailu *et al.* (2005), Cronqvist *et al.* (2012) e Hoang e Otake (2014) destacam que as opções de

alavancagem pessoal são positivamente alinhadas com as escolhas de alavancagem empresarial. Matthews *et al.* (1994), propõem teoricamente que as decisões sobre estrutura de capital são influenciadas pela atitude do proprietário da empresa em direção à dívida, de modo que empresários mais propensos à dívida tendem a apresentar maior proporção de dívidas na estrutura de capital de sua empresa.

Por outra via, Hailu *et al.* (2005) observaram que a atitude em direção à dívida está positivamente correlacionada com o conhecimento financeiro e a experiência no uso de dívidas na estrutura de capital das firmas. Cronqvist *et al.* (2012) também mostraram empiricamente que os comportamentos de CEOs podem ser uma base valiosa para prever o comportamento financeiro das empresas que são geridas por eles. Os autores, ao analisarem 605 empresas americanas, concluíram que a alavancagem pessoal pode ser usada para explicar o nível de alavancagem da empresa. Em linha com os autores, Hoang e Otake (2014), concluíram que a atitude em direção à dívida do CEO está direta e positivamente associada ao uso de dívidas na estrutura de capital de micro e pequenas empresas.

Tais resultados empíricos são suportados pela teoria da consistência comportamental (*behavioral consistency theory*), a qual propõe que os indivíduos tendem a apresentar comportamentos consistentes em diferentes contextos (CRONQVIST *et al.*, 2012). Dentre tais comportamentos poder-se-ia citar o comportamento frente à dívida.

Porém apesar de a palavra dívida ser recorrente na sociedade atual, diversos conceitos são associados a ela. Sobre os conceitos de crédito, dívida e sobre-endividamento, Lea (1999), define crédito como situações que envolvem uma combinação para pagamento futuro, entre mutuário e o credor. A dívida, segundo a autora ocorre quando o seu serviço é adiado pelo mutuário, sem a concordância do credor. Já o sobre-endividamento trata-se dos problemas oriundos das dívidas excessivas, em que o tomador do crédito não consegue saldar seu acordo, no tempo acordado, nem no futuro até onde se possa enxergar.

Nas finanças corporativas, o conceito de endividamento pode ser definido de duas formas: o grau de endividamento e a capacidade para honrar as dívidas. O grau de endividamento mede o montante de dívidas em relação a outras grandezas significativas do balanço patrimonial, podendo ser calculada através do índice de endividamento geral (GITMAN, 2004).

Para Rodriguez-Vargas (2005), o conceito de propensão à dívida, não deve ser confundido com o conceito de dívida. A propensão à dívida ou tendência ao endividamento,

pressupõe um passo prévio à dívida real e vinculada à valoração subjetiva do dinheiro. O autor sugere que as atitudes frente à dívida sejam entendidas como uma predisposição para o endividamento, mostrando que a aceitação do crédito é um aspecto central do consumo.

Segundo Lea *et al.* (1995), há uma opinião generalizada, de que as atitudes perante a dívida mudaram durante o século XX, em que se passou da aversão geral da dívida, para a aceitação dela como parte de uma sociedade de consumo moderna. Assim, a dívida é encarada como um fato da vida, de forma que o endividamento passa a ser visto por uma ótica bastante diferente. Se antes causava vergonha e angústia, hoje se pode encontrar até mesmo a situação oposta: pessoas que chegam a vangloriar-se do alto volume de dívidas como uma espécie de troféu. Vive-se uma cultura do endividamento (WRAPSON *et al.*, 2007).

Para Lea *et al.* (1995), uma importante fonte de criação de normas culturais é a família. Para os autores, se há uma crescente cultura de aceitação da dívida nessas primeiras experiências, a estrutura mental dos indivíduos tenderá a uma maior tolerância à dívida, fato demonstrado por Tokunaga (1993). Ademais, segundo Lea *et al.* (1993) e Mewse *et al.* (2010), o aumento do volume de dívida está associado a atitudes mais tolerantes para com a dívida e o locus de controle externo (ver: Livingstone e Lunt (1992), Tokunaga (1993), Norvilitis *et al.* (2003) e Trent *et al.* (2006) e Mewse *et al.* (2010), bem como excesso de otimismo (ver: Brown *et al.* (2005) e Seaward e Kemp (2000)).

Ferreira (2008) destaca que as atitudes frente ao endividamento podem variar de acordo com a idade, religião e com o gênero, sendo possível encontrar maior propensão ao endividamento perante jovens do sexo masculino. No contexto de endividamento da pequena empresa, diversas evidências apontam para o menor endividamento de empresas lideradas por mulheres (ver por exemplo: Verheul e Thurik (2001), Watson (2002), Carter *et al.* (2003a), Deeds *et al.* (1995) e Fabowale *et al.* (1995)).

Ferreira (2008) relaciona ainda a propensão ao endividamento com o locus de controle e a qualidade da administração do dinheiro. O locus de controle está intimamente relacionado com a atitude em direção à dívida, em que há uma tendência entre os endividados a um locus de controle mais visto como externo, fato demonstrado por Livingstone e Lunt (1992), Tokunaga (1993), Davies e Lea (1995) e Stone e Maury (2006).

No entanto, para Ferreira (2008), há certo consenso na literatura de que a qualidade da administração do dinheiro, advinda do nível de conhecimento financeiro do indivíduo, seja um fator determinante da atitude frente a dívida, como pode ser evidenciado em Walker *et al.*

(1992) e Lunt e Livingstone (1991). Como forma de analisar os comportamentos relacionados à dívida, foram desenvolvidas uma variedade de instrumentos, tais como: Valence *et al.* (1988), Faber e O'Guinn (1992) e a escala de atitudes em direção à dívida de Lea *et al.* (1993), a qual foi adaptada por Davies e Lea (1995) e Lea *et al.* (1995).

A primeira ferramenta de mensuração da propensão à dívida foi desenvolvida por Lea *et al.* (1993). No trabalho seguinte, Davies e Lea (1995) criaram uma ferramenta que foi aplicada em estudantes universitários. Esta escala serviu de base para que fossem desenvolvidas outras escalas, voltadas especificamente para medir a atitude perante a dívida das pessoas. Uma variante da ferramenta desenvolvida por Davies e Lea (1995), aplicada ao público em geral e outra foi desenvolvida por Lea *et al.* (1995).

No contexto de análise da influencia da atitude em direção à dívida do empresário no nível de alavancagem das empresas por eles geridas, Hoang e Otake (2014) utilizaram a escala de Davies e Lea (1995). Porém em sua análise, os autores padronizaram o índice não padronizado oriundo da análise fatorial confirmatória (*non-standardized index* – NSI), em que utilizaram a Equação (3) para a padronização dos resultados.

$$IPAD_i = \left(\frac{NSI_i - NSI_{\min}}{NSI_{\max} - NSI_{\min}} \right) \quad (3)$$

em que $IPAD_i$ é o índice padronizado de atitude em direção à dívida da observação i , NSI_i é o índice não padronizado da observação i , NSI_{\min} é o valor mínimo observado do índice não padronizado e NSI_{\max} é o valor máximo observado do índice não padronizado.

No Brasil, Moura (2005) criou uma escala de atitude para o endividamento, a partir da ferramenta desenvolvida por Lea *et al.* (1995). A escala compreende três dimensões: i) impacto sobre a moral na sociedade: que engloba o patrimônio, valores e crenças encontrados em sociedade, que tem uma influência sobre a atitude do indivíduo em relação ao endividamento; ii) preferência no tempo: inclui a escolha dos indivíduos entre valor e tempo (adiar ou não adiar planos de consumo); iii) grau de autocontrole: inclui a capacidade para gerir os próprios recursos financeiros, a tomar decisões financeiras e de manter o indivíduo (ou família) com orçamento sob controle. A ferramenta de Moura tem sido utilizada em pesquisas nacionais, como em Trindade (2009), a qual apresentou um Alfa de Cronbach igual a 0,71.

2.2.2.3. Gênero e a estrutura de capital

O rápido crescimento, em número e importância, do empreendedorismo feminino, tem sido acompanhado pela veloz expansão de pesquisas que relacionam o tema de empreendedorismo ao gênero. Os primeiros pesquisadores a destacarem a importância desse tipo de estudo foram Schreier e Komives (1973). Os artigos inaugurais começaram a surgir na década de 1970, como o estudo de Schwartz (1976), em que tais estudos costumavam ser descritivos, centrando-se nas características demográficas e nos aspectos psicológicos relacionadas à gestão feminina (BELLU, 1993).

Desde então, diversos trabalhos têm destacado a importância do empreendedorismo feminino no contexto econômico, por exemplo: GEM (2011). Ou ainda salientam as diferenças comportamentais entre gênero (ZAPALSKA, 1997; O'MEALLY, 2000; MACHADO, 2000; UFUK e OSGEN, 2001; BAYCAN LEVENT *et al.*, 2002). Há também os que enfocam na dificuldade de acessar o crédito por razões estereotipadas (RIDING e SWIFT, 1990; BUTTNER e ROSEN, 1988; BUTTNER e ROSEN, 1989; FAY e WILLIAMS, 1993).

Outros enfoques são dados à pesquisa de gênero, pelos quais alguns estudos indicam que a maioria das empresárias tem alguma forma adicional de qualificação formal (por exemplo: Kaplan (1988), Roberts-Reid e Curran (1992). Dolinsky *et al.* (1993) e Carter e Cannon (1992)), embora haja evidências, como em Belcourt *et al.* (1991), que demonstram que as mulheres tendem a ter uma formação menos relevante para prepará-las à gestão das organizações.

Apesar das mulheres terem maior nível de educação formal, elas geralmente possuem menor experiência gerencial e empreendedora (como por exemplo: Belcour *et al.* (1991), Kalleberg e Leicht (1991), Fischer *et al.* (1993) e Barrett (1995)). Portanto, segundo Read (2002), as empresárias são mais propensas a sofrer com a obtenção de financiamento externo, em razão da falta de experiência. Do mesmo modo, elas têm menor experiência prévia (em termos de tempo) na indústria ou em funções gerenciais (como demonstrado por: Carter *et al.* (1997), Boden Jr. e Nucci (2000) e Fairlie e Robb (2009)).

Bullough e Abdelzaher (2013) comentam que o empreendedorismo feminino reduz o tempo disponível para a família e aumenta o nível de estresse na mulher, levando a um maior conflito entre o trabalho e a família, e a comportamentos que interferem na sua liderança

empresarial. Por outro lado, segundo os autores, em geral espera-se que os homens sejam bons provedores econômicos para as suas famílias, devido à maior dedicação aos negócios.

Ademais, muitas empresárias tendem a enfrentar conflitos em seus papéis de esposa, mãe e empresária, à medida que a gestão de seus negócios demanda de maior envolvimento pessoal, em detrimento aos outros papéis em sua vida (como demonstrado por Stoner *et al.* (1989), Lee-Gosselin e Grisé (1990) e Carter e Cannon (1992)), dado que seus parceiros oferecem pouco ou nenhuma ajuda para aliviar a carga de trabalho doméstico (SCASE e GOFFEE, 1982).

Tais responsabilidades domésticas podem levar a empresária a encontrar problemas na alocação do tempo necessário à gestão de seus negócios e do lar, restringindo, portanto, o sucesso de empresas de propriedade feminina (FISCHER *et al.* 1993; SRINIVASAN *et al.*, 1994). É comum, ainda, encontrar empresárias, particularmente aquelas que são mães, apresentando sentimentos de culpa, porque elas não cumprem o papel feminino tradicional (CROMIE e HAYES, 1988).

A dificuldade das empreendedoras em obter acesso ao crédito tem sido objeto de pesquisa e debate por mais de vinte anos, existindo diversos estudos sobre a temática (por exemplo: Buttner e Rosen (1988), Buttner e Rosen (1989), Riding e Swift (1990), Fabowale *et al.* (1995), Coleman (2000), Orser *et al.* (2006), Roper e Scott (2009), Coleman e Robb (2009) e Neeley e Van Auken (2010)). Segundo Read (2002), os primeiros estudos que demonstram a dificuldade das mulheres no acesso ao crédito remontam à década de 1970, em que a obtenção de financiamento foi identificada como o principal problema para as mulheres. Em uma revisão de literatura Brush (1992) aponta que o acesso ao crédito é um dos principais obstáculos para as mulheres abrirem seus próprios negócios. Da mesma forma, Stevenson (1986) argumenta que o acesso ao crédito é o problema mais citado pelas empresárias.

Diversos estudos sugerem que empresárias enfrentam maiores dificuldades na obtenção de crédito do que os homens em posição semelhante (ver: Loscocco *et al.* (1991), Carter e Cannon (1992) e Koper (1993)). Read (2002) destaca que muitas empresárias sentem que são discriminadas pelas instituições financeiras, especialmente os bancos, dado que elas enfrentam resistência ao crédito por razões estereotipadas em detrimento à avaliação da sua capacidade de controlar o seu próprio negócio (BUTTNER e ROSEN, 1988).

Por vezes, gerentes de bancos assumem certa ignorância financeira feminina (como descrito em Reilly (1989) e Still e Guerin (1991)). Ou ainda são solicitadas maiores e

melhores garantias, que por vezes são estendidas aos cônjuges ou pais (por exemplo: Clutterbuck e Devine (1987), Carter e Cannon (1992) e Koper (1993)).

O acesso ao capital é um problema frequentemente citado pelas empresárias. Em um estudo com mais de 1.000 empresas Canadenses, Orser *et al.* (2000) descobriram que as mulheres estavam mais preocupadas com o acesso ao capital do que com qualquer outro problema em seus negócios. Além disso, o estudo realizado por Lee e Denslow (2005) demonstrou que a dificuldade de acesso ao crédito externo é ainda mais saliente durante os estágios iniciais do desenvolvimento de uma empresa.

Ademais, uma série de estudos demonstram que as empresas gerenciadas por mulheres apresentam, como consequência da dificuldade de acesso ao crédito, performance inferior às empresas gerenciadas por homens, especialmente relacionadas ao tamanho, crescimento e lucros (por exemplo: Loscocco *et al.* (1991), Rosa *et al.* (1996), Robb e Wolken (2002) e Fairlie e Robb (2009)). Além disso, certo número de estudos evidenciam que as empresas pertencentes a mulheres são menores do que as empresas pertencentes a homens, em termos de vendas, ativos e número de funcionários (como demonstrado por Coleman (2002), Robb e Wolken (2002) e Fairlie e Robb (2009)).

Além de menores, a maioria das empresas, de propriedade feminina, está concentrada em setores de serviço e varejo (ver por exemplo: Kalleberg e Leicht (1991), Loscocco *et al.* (1991), Anna *et al.* (2000) e Du Rietz e Henrekson (2000)). Inversamente, uma porcentagem muito pequena de empresas de propriedade de feminina estão em setores de alta tecnologia ou de rápido crescimento (Gasse *et al.* (2004) e Morris *et al.* (2006)), denotando que as mulheres apresentam certa aversão ao risco em ambiente empresarial.

A dificuldade de acesso ao mercado de crédito, por razões estereotipadas, é influenciada pela discriminação masculina, dado que segundo Harris (1994), os homens não são convencidos de que as mulheres podem gerenciar a pequena empresa de forma eficaz. Muitas mulheres sentem que não são levadas a sério perante funcionários, clientes, fornecedores e instituições financeiras (GOFFEE e SCASE, 1985; HISRICH, 1986; CLUTTERBUCK e DEVINE, 1987; CARTER e CANNON, 1992; CARTER, 1993). Grande parte deste problema relaciona-se com os papéis tradicionalmente definidos da mulher perante a sociedade, que é principalmente a de ser mãe e dona-de-casa (GOFFEE e SCASE, 1985). Também existe a crença de que as mulheres não têm os atributos necessários ao sucesso (BUTTNER e ROSEN, 1988).

Ademais, para Read (2002) a credibilidade, variável determinante do crédito, está intimamente ligada aos problemas de autoconfiança, os quais são reflexos do preconceito perante a capacidade de gestão feminina, implicando em barreira social para o resultado econômico da firma, como demonstrado em Carter e Cannon (1992). Tais problemas podem ser ainda maiores para as empreendedoras em setores não tradicionais, dominados por homens à frente de seus negócios (HISRICH e O'BRIEN, 1982).

Considerando-se o preconceito masculino, perante a gestão feminina, não é surpreendente descobrir que muitas empresárias apresentam falta de confiança e autoestima baixa (por exemplo: Hisrich e Brush (1983), Hisrich e Brush (1986) e Honig-Haftel e Martin (1986)). Still e Guerin (1991) demonstram que a maior barreira de entrada às mulheres, em novos empreendimentos, é a busca pela confiança necessária para iniciar o novo negócio.

Segundo Carter e Cannon (1992), os homens são mais acostumados a se sentirem que pertencentes ao mundo dos negócios, enquanto que as mulheres tendem a se sentirem menos seguras nesse papel. Quando líderes, as mulheres tendem a apresentar maior empatia, enquanto que os homens tendem a ser mais agressivos. Particularmente para as pequenas empresas, a tomada de risco é fundamental nas decisões empresariais, porém esse conceito tende a ser mais estranho para as mulheres (O'HARE e LARSON, 1991).

Outras pesquisas sugerem que as mulheres iniciam seus negócios com pequena quantidade de capital e são menos propensas a levantar capital de fontes externas (Robb e Wolken (2002); Constantinidis *et al.* (2006); Orser *et al.* (2006); Fairlie e Robb (2009); Coleman e Robb (2009)). Coleman e Robb (2009), por exemplo, ao analisarem 4.163 empresas, perceberam que em 2006 as empresas de propriedade feminina investiam em média 52,79% do capital investido pelos homens.

Verheul e Thurik (2001) e Watson (2002) constataram que o montante do financiamento externo é geralmente maior para homens do que para as mulheres. Verheul e Thurik (2001) comentam, apesar de evidenciarem semelhanças entre os gêneros na estrutura de capital da empresa, entre homens e mulheres, ainda assim as empreendedoras fazem menor uso de recursos externos, quando comparadas aos homens. Esse comportamento pode ser um reflexo indireto de comportamento discriminatório no mercado financeiro.

Birley (1989) constatou que as empresárias mulheres recorrem ao financiamento da família e dos amigos, em detrimento aos recursos bancários. Assim, diversos autores apontam que as empresárias preferem o uso de recursos pessoais - ao invés de empréstimos comerciais

ou venda de patrimônio, do que comparativamente os homens (por exemplo: Deeds *et al.* (1995), Fabowale *et al.* (1995) e Carter *et al.* (2003a)).

Em termos comportamentais, algumas pesquisas apontam as diferenças perante as motivações e os benefícios esperados entre homens e mulheres, diante de seus empreendimentos. Os homens são mais propensos a serem motivados pela expectativa de crescimento da empresa e dos seus lucros. As mulheres buscam a realização pessoal, a flexibilidade, e uma sensação de maior controle sobre seus destinos (por exemplo: Anna *et al.* (2000), Carter *et al.* (2003a), Carter *et al.* (2003b) e Morris *et al.* (2006)).

Por outro lado, algumas pesquisas sugeriram que o desejo de controle e um maior nível de aversão ao risco ante as mulheres empresárias, as levam a evitar o uso de recursos externos para o financiamento de seus negócios (como demonstrado por: Cliff (1998), Verheul e Thurik (2001), Orser e Hogarth-Scott (2002), Morris *et al.* (2006) e Constantinidis *et al.* (2006)). Constantinidis *et al.* (2006) concluíram ainda que as empresárias tendem a escolher o estilo de vida das empresas, com o objetivo de equilibrar as exigências empresariais e familiares, com vistas a evitar a dependência das fontes externas de capital, resultado semelhante encontrado por Brush (1992) e Boden Jr e Nucci. (2000).

Coleman e Robb (2009) comentam que apesar do maior número de evidências da dificuldade de acesso ao crédito e da aversão ao risco há poucas pesquisas que expliquem a utilização do capital social por parte das mulheres. Os autores destacam ainda que o consenso de diversos estudos é de que o menor uso de dívida e de recursos internos, leva a restrições de crescimento, bem como aumenta o nível de risco financeiro e o nível de angústia das empresárias, à medida que a firma tende a apresentar restrição em relação à sua liquidez.

Em seu trabalho, os autores evidenciaram que as empresas de propriedade feminina, tinham como principais fontes de financiamento os recursos internos (80%) e recursos oriundos do cônjuge ou do pai (8,2%). Pequena percentagem usavam recursos de investidores (1,5%) ou financiamento de capital de risco (0,2%). Dentre o financiamento externo, as principais fontes eram os saldos de cartão de crédito pessoal (32,7%), empréstimos bancários em seu nome (15,8%), cartão de crédito empresarial (13,4%) e empréstimos familiares (10,7%). Por outro lado, apenas 5,3% das mulheres mantinham empréstimos bancários para o financiamento da empresa, e apenas 4,9 % mantinham uma linha de crédito permanente.

2.2.2.4. Síntese

As teorias financeiras tradicionais apresentam diversas abordagens que buscam resolver problemas específicos, porém tais teorias estão baseadas no paradigma da racionalidade. No entanto, diversos autores têm demonstrado que esse paradigma não é capaz de explicar adequadamente o processo de tomada de decisão da estrutura de capital, especialmente das micro e pequenas empresas. Como consequência, surgem novas correntes de investigação baseadas em aspectos não financeiros, como as demonstradas na Tabela 3.

Tabela 3: Proposições teóricas e evidências empíricas da influência do otimismo, da confiança, da tolerância ao risco, do senso de controle, da atitude em direção à dívida e do gênero perante a estrutura de capital

Determinantes	Teoria	Modelo	Relação esperada com o nível de endividamento
Maior nível de otimismo	Teoria dos traços de personalidade	Deeds <i>et al.</i> (1995)	-
		Ben-David <i>et al.</i> (2007)	+
		Heaton (2002)	-
		Hackbarth (2008)	-
		Hackbarth (2009)	-
		Malmendier <i>et al.</i> (2011)	-
Excesso de Confiança	Teoria dos traços de personalidade	Heaton (2002)	-
		Hackbarth (2008)	-
		Hackbarth (2009)	-
		Gider e Hackbarth (2010)	-
Menor tolerância ao risco	Teoria dos traços de personalidade	Hutchinson (1995)	-
		Brealey e Myers (2003)	-
Maior tolerância ao risco	Teoria dos traços de personalidade	Barbosa e Moraes (2003)	+
		Verheul e Thurik (2001)	+
Senso de controle: lócus de controle externo	Teoria dos traços de personalidade	Livingstone e Lunt (1992)*	+
Senso de controle: lócus de controle interno	Teoria dos traços de personalidade	Mewse <i>et al.</i> (2010)*	+
Gênero feminino	Teoria dos traços de personalidade	Koropp <i>et al.</i> (2014)	-
		Birley (1989)	-
		Deeds <i>et al.</i> (1995)	-
		Fabowale <i>et al.</i> (1995)	-
		Verheul e Thurik (2001)	-
Maior propensão à dívida	Teoria dos traços de personalidade	Carter <i>et al.</i> (2003a)	-
		Matthews <i>et al.</i> (1994)	+
		Cronqvist <i>et al.</i> (2012)	+
		Hoang e Otake (2014)	+
		Hailu <i>et al.</i> (2005)	+

Observação: os sinais “+” ou “-” indicam uma relação positiva ou negativa, respectivamente, entre o determinante e o nível de endividamento. Ademais o símbolo “*” indica que o trabalho analisou a relação da variável senso de controle com o nível de endividamento pessoal. Fonte: elaboração própria

Uma corrente alternativa de investigação, acerca da estrutura de capital, discute a validade do pressuposto de racionalidade dos agentes no processo de tomada de decisão, em que, mediante uma abordagem comportamental, os pesquisadores levantam a possível

influência de certos traços de personalidade, como otimismo e excesso de confiança, nas decisões de financiamento (TAYLOR e BUNN, 1998).

Segundo Gider e Hackbarth (2010) um argumento comum é de que os traços têm alguma influência no processo de tomada de decisão financeira nas empresas. Consequentemente, torna-se importante a compreensão de como estes traços de personalidade gerenciais afetam as decisões de financiamento e, portanto, a estrutura de capital.

Em modelos teóricos, Heaton (2002), Hackbarth (2008), Hackbarth (2009) e Gider e Hackbarth (2010) propõem que gerentes otimistas e excessivamente confiantes procuram reduzir a dependência de suas empresas dos mercados de capitais externos, através de retenção de recursos gerados internamente, evitando altos níveis de endividamento, proposta teórica compatível com a *pecking order theory*, desenvolvida por Myers (1984).

Outro traço de personalidade gerencial estudado é o senso de controle. Porém apesar de sua relevância são raros os estudos que o relacionam à atitude em direção à dívida e ao nível de endividamento. Dentre os poucos estudos, Livingstone e Lunt (1992) e Mewse *et al.* (2010) associam o baixo senso de controle (em razão do maior *locus* de controle externo) ao maior nível de dívida pessoal, enquanto que Koropp *et al.* (2014) relacionam o maior grau de controle comportamental percebido (maior senso de controle) à menor propensão à dívida e à menor alavacagem das firmas.

Além dos traços de personalidade associados ao senso de controle, à confiança e ao otimismo, pode-se descrever a tolerância ao risco como potencial influenciador das decisões de financiamento nas organizações. Apesar de sua importância, também são escassos os trabalhos teóricos e empíricos que as combinam, dentre eles se podem citar: Hutchinson (1995), Verheul e Thurik (2001), Brealey e Myers (2003), Barbosa e Moraes (2003).

O primeiro autor a relacionar estas variáveis foi Hutchinson (1995). O estudo destaca que para muitos, mas não todos os proprietários-gerentes de empresas estreadas, o desejo da sensação de independência e tranquilidade pode implicar em uma atitude avessa ao risco, pois tal atitude, associada às decisões de alavancagem e estrutura de capital poderia limitar o nível de investimento e o crescimento das organizações. Consequentemente, a maior aversão ao risco implicaria na exploração ineficiente das fontes de capitais disponíveis.

A hipótese desenvolvida por Hutchinson (1995) foi confirmada por trabalhos empíricos desenvolvidos por Brealey e Myers (2003), Barbosa e Moraes (2003) e Verheul e

Thurik (2001), os quais demonstram que a menor tolerância ao risco dos gestores leva a um menor nível de alavancagem nas firmas por eles geridas.

A aversão ao risco, por outro lado, tem sido amplamente pesquisada em finanças, havendo ampla aceitação de que variáveis demográficas como idade e gênero têm interferência no nível de assunção ao risco em decisões financeiras. No que se refere às decisões de estrutura de capital, há consenso de que empresas gerenciadas por mulheres são menos endividadas. Duas abordagens são utilizadas para explicar tal fenômeno: dificuldade de acesso ao crédito por razões estereotipadas e aversão à dívida por razões comportamentais, como demonstrado por Verheul e Thurik (2001), Birley (1989), Deeds *et al.* (1995), Fabowale *et al.* (1995) e Carter *et al.* (2003a)).

A aversão à dívida, assim como a propensão à dívida, é uma derivação da atitude perante a dívida. As relações entre atitudes e comportamentos têm sido o tema de um debate considerável, em que diversos autores descrevem a atitude como preditora do comportamento humano. Neste sentido, a atitude perante a dívida é um componente fundamental para o estudo da estrutura de capital das micro e pequenas empresas, na medida em que se pode prever o comportamento frente à dívida dos proprietários-gerentes das pequenas empresas e, como consequência as decisões de estrutura de capital dessas organizações.

Apesar de sua importância, são raros os trabalhos que fazem a ligação da atitude perante a dívida do proprietário-gerente de micro e pequenas empresas e a estrutura de capital da empresa por ele gerenciada. Dentre os trabalhos pode se citar o modelo de Matthews *et al.* (1994), os quais propõem que as decisões sobre estrutura de capital são influenciadas pela atitude do proprietário da empresa em direção à dívida, de modo que empresários mais propensos à dívida tendem a apresentar maior proporção de dívidas na estrutura de capital de suas empresas.

Outras evidências empíricas neste mesmo sentido são apresentadas em como Hailu *et al.* (2005), Cronqvist *et al.* (2012), Koropp *et al.* (2014) e Hoang e Otake (2014). Tais trabalhos demonstram que a atitude em direção à dívida está positivamente correlacionada com a disposição para o uso de dívidas nas firmas e, como consequência, na estrutura de capital destas organizações.

3. MÉTODO

O objetivo deste capítulo é estabelecer a postura metodológica apropriada para o teste das hipóteses e para a resposta à questão de pesquisa. O capítulo está dividido em nove partes. A primeira seção estabelece a classificação da pesquisa. A segunda parte delinea o estudo. Na sequência se descreve o seu cenário. A próxima subdivisão estipula a amostra. A quinta parte descreve os aspectos éticos da pesquisa. A sexta seção descreve o instrumento de coleta de dados. A sétima subdivisão apresenta o modelo a ser testado. A oitava parte descreve o tratamento preliminar dos dados. A última seção apresenta as técnicas de análise de dados

3.1. Classificação da pesquisa

As abordagens de pesquisa em ciências sociais podem ser divididas em dois grupos em termos de suas suposições ontológicas: eles são realistas ou construtivistas. O positivismo, o criticismo, o racionalismo e o realismo assumem que a realidade social existe, independentemente do observador, e que esta realidade é ordenada e pode ser observada. No entanto, elas diferem em sua visão dos elementos que constituem a realidade social e se essa realidade também depende dos atores sociais.

Uma visão objetivista gira em torno da premissa ontológica de que o mundo social externo à cognição do indivíduo é um mundo real no qual as relações são tangíveis. Essa visão objetiva da realidade incentiva uma postura epistemológica que dá ênfase na importância de se estudar a natureza das relações entre os elementos que compõem a estrutura (YOUSUF, 1997).

A organização do conhecimento, a partir desse ponto de vista, implica na necessidade de mapear as relações causais entre os elementos da estrutura estudada. Incentiva uma preocupação para uma forma objetiva de conhecimento que especifica a natureza precisa de leis, regularidades e as relações entre os fenômenos medidos (PUGH e HICKSON, 1976).

Neste trabalho utilizou-se uma abordagem objetivista, de cunho quantitativo. Segundo Mauch e Park (2003), o tipo de pesquisa busca descrever padrões e relações entre as variáveis de forma a falsear ou confirmar as predições de uma teoria. Tais métodos são aplicados

quando o fenômeno investigado apresenta comportamento regular com mensuração capaz de permitir a inferência estatística.

Para os autores, a pesquisa quantitativa baseia-se na indução, pela qual se busca a generalização mediante a coleta, exame e análise de casos específicos. Ademais, o objetivo da pesquisa quantitativa é revelar ou estabelecer relações de causa e efeito. Tal abordagem alinha-se ao problema de pesquisa desse trabalho. Quanto à natureza da pesquisa, trata-se de forma aplicada. Para Campanario e Chagas Junior (2012), este tipo de pesquisa não visa o conhecimento pelo conhecimento, mas sim à sua aplicação em alguma área, fenômeno, caso ou objeto, buscando sua transformação.

Quanto aos objetivos, a pesquisa é tratada como explicativa, dado que, segundo Gil (2010), esse tipo de pesquisa preocupa-se em identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Quanto aos procedimentos utiliza-se uma pesquisa de levantamento. Segundo o autor, tais pesquisas caracterizam-se pela interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer. Basicamente procede-se à solicitação de informações a um grupo significativo de pessoas acerca do problema estudado para, em seguida, obterem-se conclusões aos dados coletados.

3.2. Delineamento do estudo e design da pesquisa

Esta pesquisa é desenvolvida em três etapas: formulação, execução e análise, conforme sugerem Hair *et al.* (2010). A primeira etapa é caracterizada pela definição do problema e dos objetivos, assim como a apresentação da justificativa, a construção do referencial teórico, a definição dos construtos investigados e o desenvolvimento do modelo teórico. A fase da execução é formada pela definição de estratégias e o método de pesquisa, assim como foram definidas a população, a amostra e a coleta de dados.

Na última etapa, são abrangidas a análise e apresentação de resultados, em que se busca testar as hipóteses e responder à questão de pesquisa. A Figura 2 apresenta uma síntese das fases do processo de pesquisa, conforme propõem Hair *et al.* (2010).

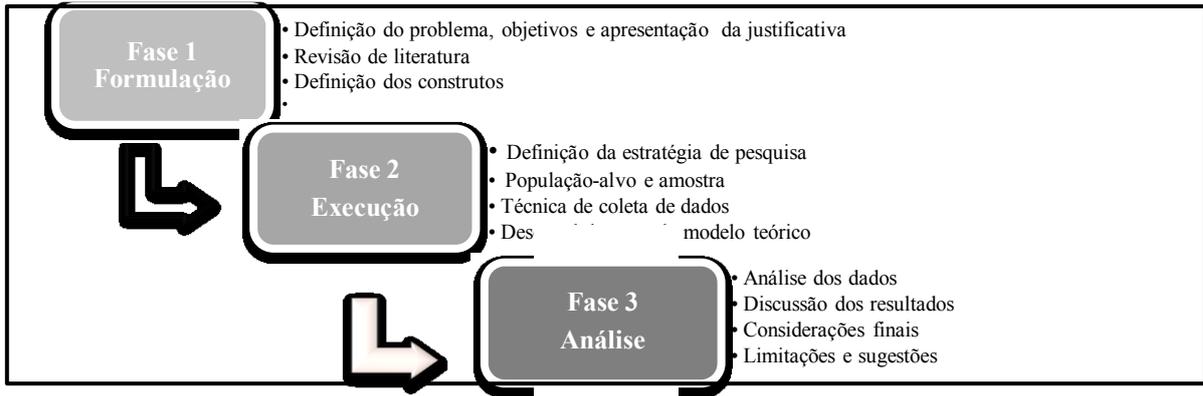


Figura 2: Fases do processo de pesquisa.

Fonte: elaboração própria

Para melhor exposição do processo de pesquisa, a Figura 3 demonstra de forma mais abrangente o design da pesquisa. A Figura é inspirada na lógica criada por Churchill Jr. (1979). Segundo Ladeira (2010) este trabalho é considerado um paradigma operacional para a construção de instrumentos quantitativos de pesquisa de levantamento, já que na literatura da pesquisa quantitativa o rigor científico é caracterizado pela validade e confiabilidade do estudo, que tem como objetivo reduzir o erro de valores observados frente à realidade. Neste sentido, a validação do instrumento serve como ação para se evitar vieses de erro, conforme apontam: Baumgartner e Steenkamp (2001) e Diamantopoulos e Winklhofer (2001).

Na Figura 3 também é possível evidenciar a proposta de design da pesquisa, em que são apresentadas nove etapas intercaladas, bem como as principais técnicas utilizadas em cada estágio da pesquisa. Trata-se de uma adaptação do modelo proposto por Churchill Jr. (1979), em que o autor busca um arcabouço para pesquisas de marketing.

No trabalho original, o autor propôs oito etapas, mas nesta tese é acrescida a etapa de avaliação da banca e do Comitê de ética da Universidade Federal de Santa Maria. Apesar do trabalho de Churchill Jr. (1979) fazer referência a pesquisas de marketing, ele tem sido referência para pesquisas de levantamento em administração, sendo considerado um divisor de águas em pesquisas deste tipo (LEE e HOOLEY, 2005).

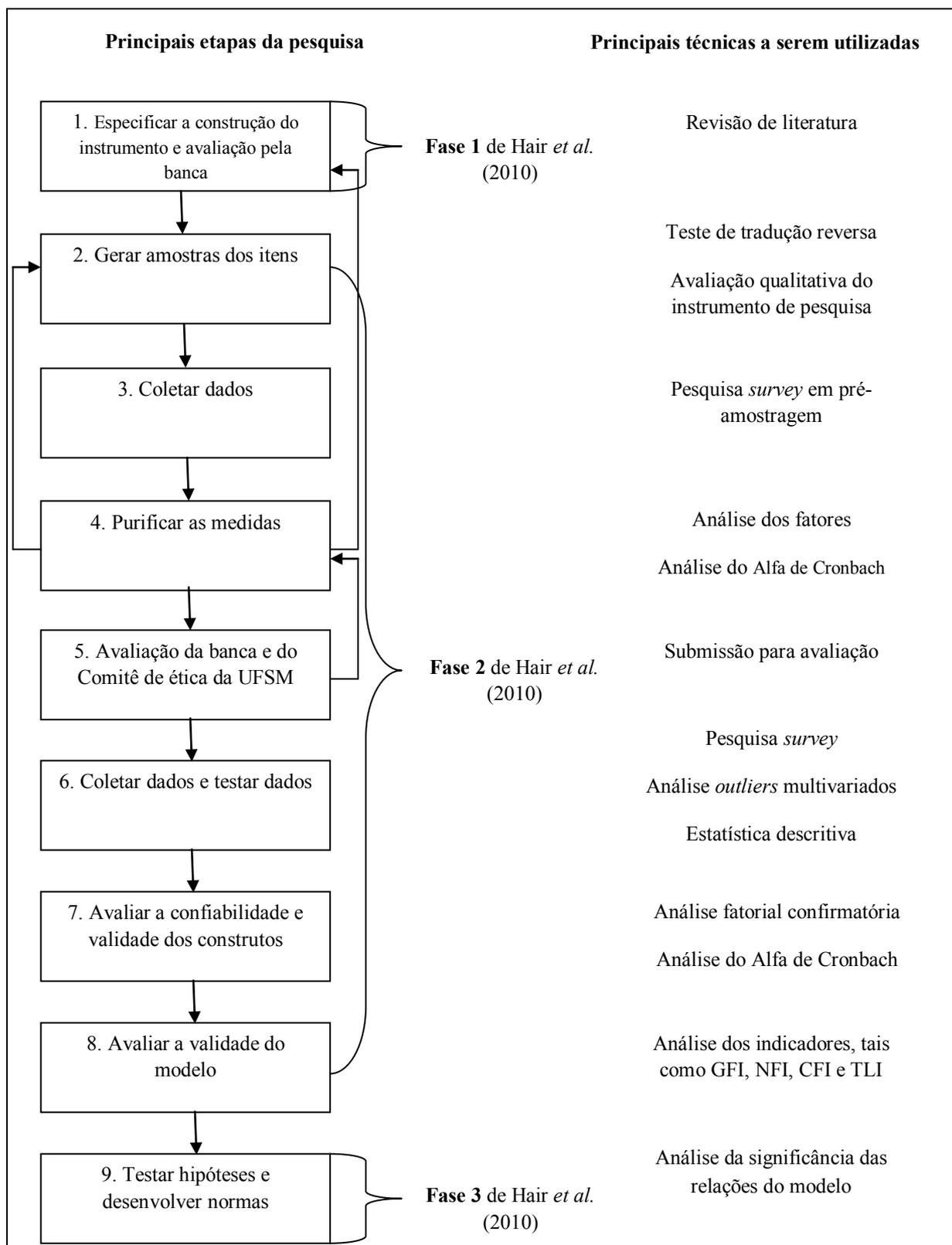


Figura 3: Representação esquemática do design da pesquisa.

Fonte: adaptado de Churchill Jr. (1979)

A primeira etapa é composta pela definição do problema, dos objetivos e a apresentação da justificativa, bem como o desenvolvimento da estrutura conceitual e a definição dos construtos. Nessa mesma fase construí-se um instrumento de pesquisa, o qual é demonstrado no Apêndice A. No Apêndice B são demonstradas algumas questões originais que serviram como base às questões que foram traduzidas para este trabalho.

Na segunda fase, ao se desenvolver a estratégia de pesquisa, busca-se a realização da tradução reversa e a validação do questionário em uma amostra de microempresários. O procedimento de tradução e tradução reversa para o inglês (*back-translation*) foi realizada mediante o protocolo proposto por Guillemin *et al.* (1993). Embora os autores façam referência às pesquisas da área de saúde, este protocolo tem sido utilizado para calibrar instrumentos que visam identificar, mediante pesquisa de levantamento, comportamentos humanos. Ademais, não se identificou protocolo padrão para este tipo de procedimento para as ciências sociais.

Para a realização da tradução e tradução reversa buscou-se observar alguns aspectos, tais como equivalência semântica, equivalência idiomática, equivalência experimental ou cultural e equivalência conceitual. No que tange à equivalência semântica, buscou-se a avaliação da equivalência gramatical e de vocabulário. Para as palavras que não possuíam tradução literal para a outra língua (português ou inglês), buscaram-se termos na referida língua que apresentem equivalência de significado.

No que se refere à equivalência idiomática, a tradução de certas expressões idiomáticas que não puderam ser realizadas de forma literal, buscou-se a equivalência no seu sentido. No que diz respeito à equivalência experimental ou cultural, buscou-se a coerência, entre os termos utilizados e as experiências vividas pela população à qual se destina o instrumento de pesquisa, dentro do seu contexto cultural. A equivalência experimental ou cultural foi verificada por meio de entrevista dez microempresários selecionados, os quais analisaram qualitativamente cada um dos questionamentos.

A tradução inicial das questões deu-se pelo proponente desse trabalho e com apoio de uma cidadã que tinha o inglês como língua nativa. A tradução reversa para o inglês (*back translation*) foi realizada por tradutor independente bilíngue, com proficiência em português e inglês.

Ainda na segunda fase da pesquisa, buscou-se realizar uma avaliação qualitativa do tema de pesquisa e do questionário junto a uma amostra de dez microempresários. Essa etapa

foi inspirada no procedimento adotado por Yousuf (1997). Mediante esse procedimento o foi possível modificar o instrumento de pesquisa.

Na terceira etapa, Churchill Jr. (1979) recomenda que seja realizada uma pesquisa de levantamento com amostra aleatória. O tamanho da amostra deu-se pela recomendação de Hair *et al.* (2010), os quais indicam que a quantidade de variáveis em cada construto seja multiplicada por cinco. Assim, aplicaram-se cinquenta questionários e foi analisado o Alfa de Cronbach de cada construto em que se evidenciaram valores superiores a 0,6. Após esse procedimento, o instrumento de pesquisa foi encaminhado ao comitê de ética da Universidade Federal de Santa Maria para análise e apreciação.

Após autorização do uso do instrumento de pesquisa, o próximo passo realizado foi o levantamento em toda a amostra. Como técnicas principais realizou-se uma pesquisa do tipo *survey*, através de um questionário autoadministrado, em que o respondente era o principal gestor da empresa, o qual deveria ser responsável pelas decisões financeiras. Malhotra (2011) destaca que tal método se baseia no interrogatório dos participantes através de um questionário estruturado e destina-se a provocar informações específicas. Segundo Hair *et al.* (2010), as pesquisas do tipo *survey* são as mais indicadas em estudos que envolvem grande quantidade de indivíduos, pela possibilidade de melhor compreender o seu comportamento.

Ao se abranger uma grande quantidade de pessoas acredita-se que a realização de uma *survey* seja a estratégia de pesquisa mais conveniente e adequada para esse estudo. Além disso, Lakatos e Marconi (2010) afirmam que a *survey* é a pesquisa que busca a informação diretamente com um grupo de interesse a respeito dos dados que se deseja obter, especialmente em pesquisas exploratórias e descritivas.

Visando responder à questão de pesquisa, foi realizada um levantamento de caráter exploratório, sobre a qual Lakatos e Marconi (2010) comentam que este tipo de pesquisa empírica tem como objetivo formular questões ou um problema com tripla finalidade: desenvolver hipóteses, aumentar a familiaridade do pesquisador com um ambiente, fato ou fenômeno, ou modificar e clarificar conceitos.

Em linha a Lakatos e Marconi (2010), Hair *et al.* (2010) comentam que a realização de uma pesquisa exploratória está voltada à descoberta e tem por finalidade testar hipóteses de pesquisa. As etapas 7, 8 e 9 tem como finalidade, após tabulação dos dados, avaliação da confiabilidade, validade, teste de hipóteses e o desenvolvimento das demais análises. Todos os procedimentos técnicos aplicados são apresentados na seção 3.9 deste trabalho.

3.3. Cenário de pesquisa

As micro e pequenas empresas cada vez mais apresentam um importante papel no modelo econômico atual. Nos Estados Unidos, por exemplo, 99,7% dos empreendimentos são de micro e pequeno porte, empregando mais da metade dos trabalhadores (HATTEN, 2012). De Wit e de Kok (2013) comentam que União Europeia que tais empresas têm a maior taxa de crescimento de novos postos de trabalho, bem como são as maiores empregadoras.

Já em nosso país, segundo Brasil (2012), as micro e pequenas empresas também têm um papel essencial para a situação econômica da nação, dado que são em maior número (99% dos empreendimentos), são os maiores empregadores (60% dos empregos) e representam uma parcela importante do produto interno bruto do país (20% do PIB).

Além disso, segundo Sebrae (2012), no período de 2002 à 2011, houve um crescimento de 50% (de 4,2 milhões para 6,3 milhões) no número de micro e pequenas empresas. Neste mesmo período, 7 milhões de pessoas foram empregadas formalmente por essas firmas (passando de 8,6 milhões de empregados, para 15,6 milhões em 2011), representando 49% do incremento formal de empregos no país.

De acordo com Sebrae (2013), no país existem 22,8 milhões de pessoas que são donos de negócios no país, os quais são divididos em: i) empresários – donos de negócios, com cadastro nacional de pessoa jurídica (CNPJ); ii) potenciais empresários com negócios – donos de negócios sem CNPJ; e produtores rurais – com ou sem CNPJ. No Brasil, 57% dos empreendedores são potenciais empresários (12,9 milhões de pessoas), 23% são empresários (5,2 milhões de pessoas) e 21% são produtores rurais (4,7 milhões de pessoas).

No Rio Grande do Sul existem, 1,4 milhão de empreendedores, em que 577 mil (41%) são potenciais empresários com negócio, porém sem CNPJ, 424 mil (30%) são empresários e 419 mil (29%) são produtores rurais. Além disso, Sebrae (2012) informa que existem 606.524 micro e pequenas empresas formalmente estabelecidas, em que 49,7% (301.612 empresas) são do setor de comércio, 32,2% (195.125 empresas) do setor de serviços, 13,2% (79.994 empresas) do setor industrial e 4,9% (29.793 empresas) do setor de construção civil. Ademais, o instituto informa que 19,3% (117.059 empresas) estão situadas na região metropolitana de Porto Alegre e 80,7% (489.465 empresas) estão situadas no interior do estado.

3.4. Amostra

Considerando que Mattar (2005) define população como o agregado de todos os casos que se enquadram em um conjunto de especificações previamente estabelecidas, decidiu-se delimitar a população de acordo com o espaço geográfico. Dessa forma, a população alvo do presente estudo foi composta por todos os micro e pequenos empreendedores do estado do Rio Grande do Sul. A decisão de investiga-los está atrelada a diversidade econômica, cultural e social encontrada no estado.

Considerando a amplitude do número de empreendimentos no estado do Rio Grande do Sul, (606.524 micro e pequenas empresas), foi adotado o processo de amostragem, o qual permite selecionar um número adequado de indivíduos de modo que se possam fazer generalizações de forma confiável (MATTAR, 2005). Dada a existência de múltiplos métodos para a determinação da amostra, Malhotra (2011) apresenta uma alternativa para a estimação de amostras a qual é apresentada na Equação (4).

$$n = \frac{(z_g^2 \times \hat{p} \times \hat{q} \times N)}{e^2(N-1) + z_g^2 \times \hat{p} \times \hat{q}} \quad (4)$$

em que n é o tamanho da amostra; z_g é a abscissa da distribuição normal padrão, fixado um nível de confiança g ; \hat{p} é a estimativa da proporção p ; \hat{q} é a estimativa da proporção q , que é a diferença de $1 - \hat{p}$; N é o tamanho da população e o parâmetro e é o erro amostral.

Considerando um nível de confiança de 95% e um erro amostral de 4,0%, obteve-se uma amostra final de 601 micros e pequenos empresários. Em razão da possível ocorrência de instrumentos incompletos ou ilegíveis, previu-se o uso de 625 questionários a serem aplicados, com o objetivo de garantir a totalidade da amostra prevista. Os questionários foram aplicados de forma aleatória, em ambiente externo, através do contato com os micro e pequenos empresários dispostos a participar da pesquisa.

A amostragem deu-se de maneira estratificada. Gil (2010) define amostragem estratificada como sendo uma amostra de cada subgrupo de população considerada. Propôs-se a segmentação via metade norte e metade sul, já que o estado do Rio Grande do Sul pode ser dividido, sob a visão econômica, em duas macro Regiões: a metade norte, constituída pela Região Norte e Nordeste do estado que compreendem as zonas da Serra e do Planalto e a metade sul, que compreende a Região Sul do estado. Além disso, propôs-se que o número de

respondentes seja igual para ambas as regiões, dada a carência de informações a cerca de micro e pequenas empresas no Estado do Rio Grande do Sul.

A separação entre os dois extremos do estado deu-se em razão de, segundo FEE (2013), nas últimas 8 décadas (1940 à 2010), houveram grande diferença no Produto Interno Bruto per capita, em que a metade sul apresentou neste período um déficit per capita médio de -19,13%, quando comparado à sua homóloga metade norte. Ademais, conforme pode ser observada na Figura 4, a concentração de valor agregado bruto das indústrias, segregadas por município, é maior na metade norte, denotando clara diferença de vocação e perfis de empresas.

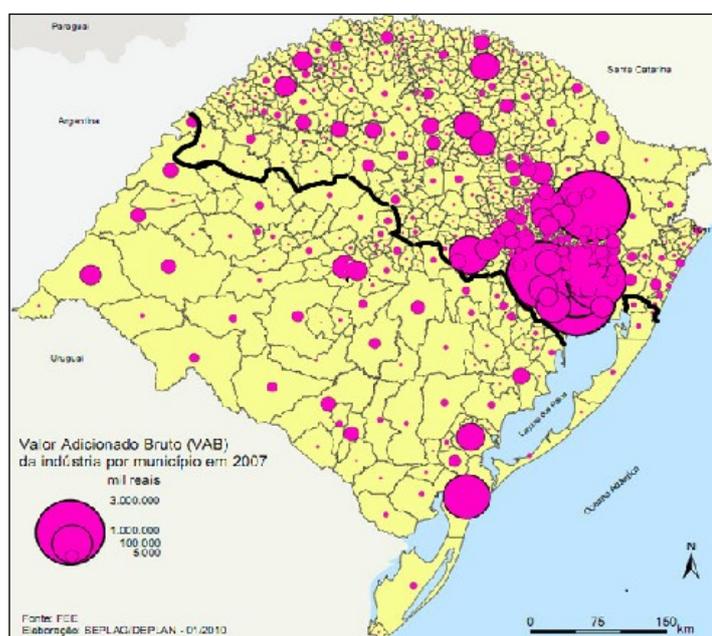


Figura 4: Metades norte e sul do Rio Grande do Sul e valor adicionado bruto. Fonte: adaptado de FEE (2013)

Além da proposta de segmentação entre metade norte e metade sul, propôs-se a segmentação da região metropolitana de Porto Alegre, pois, segundo Sebrae (2013), 19,3% das micro e pequenas empresas estão localizadas na mesorregião de Porto Alegre e 80,7% no interior do estado. Ademais, conforme pode ser observada na Figura 4, esta região é a que apresenta maior valor adicionado bruto das indústrias, denotando um perfil diferenciado das empresas que lá estão localizadas. Em síntese propôs-se que 19,3% das empresas (116 empresas) fossem pesquisadas na região metropolitana e o restante fossem pesquisadas na metade norte (242 empresas) e metade sul do estado do Rio Grande do Sul (243 empresas).

3.5. Aspectos éticos

Considerando-se os aspectos éticos da pesquisa, este trabalho foi registrado no Gabinete de Projetos do Centro de Ciências Sociais e Humanas através do Sistema de Informação para o Ensino da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Após, o projeto foi submetido ao Sistema Nacional de Informações sobre Ética em Pesquisa envolvendo Seres Humanos, o qual tem por principal preocupação a proteção dos direitos dos sujeitos da pesquisa.

A submissão a este sistema deu-se via o sítio denominado Plataforma Brasil, base nacional e unificada de registros de pesquisas envolvendo seres humanos. Após esta submissão, o projeto foi avaliado pelo Comitê de Ética em Pesquisa com Seres Humanos da UFSM, obtendo aprovação através do parecer CAAE 33661114.0.00005346 Somente após o cumprimento de todos os trâmites e aprovação do projeto foi dado início ao processo de levantamento dos dados.

Cumprindo com as exigências impostas pela Resolução 196/96 do Conselho Nacional de Saúde (CNS) foi entregue juntamente com o questionário o termo de consentimento livre e esclarecido (Apêndice C). Somente participaram da pesquisa os sujeitos que, após a leitura do termo, concordarem, de forma livre e esclarecida, a responder à pesquisa. O termo de consentimento foi entregue em duas vias (em que foi assinado pelo participante em cada uma das vias), sendo uma retida pelo sujeito da pesquisa e uma arquivada pelo pesquisador.

Conforme a resolução, esse termo garante entre outras coisas, o esclarecimento, antes e durante o curso da pesquisa, sobre a metodologia utilizada; a liberdade para desistir de participar da pesquisa, em qualquer uma das etapas, sem nenhum tipo de penalização ou prejuízo; uma indenização diante de eventuais danos decorrentes da pesquisa e; o sigilo quanto aos dados divulgados a fim de manter a privacidade do respondente.

A privacidade dos participantes e a garantia de utilização dos dados única e exclusivamente para execução da presente tese foi assegurado mediante o termo de confidencialidade, privacidade e segurança dos dados (Apêndice D), o qual foi assinado pela coordenadora da pesquisa. Os resultados da pesquisa, oriundos do levantamento e análise dos dados, serão divulgados na página do Programa de Pós Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Maria.

3.6. Instrumento de coleta de dados

Como instrumento de coleta de dados, utiliza-se um questionário autoadministrado, o qual é definido por Gil (2010) como uma técnica de investigação composta por um número relativamente elevado de questões que têm por finalidade conhecer as opiniões, crenças, sentimentos, expectativas e situações vivenciadas pelos indivíduos.

O questionário, composto por sete blocos de perguntas, apresenta questões abertas e fechadas sendo que, na parte inicial, são apresentadas as variáveis demográficas como gênero, idade, estado civil e escolaridade. No segundo bloco são avaliadas questões específicas da empresa como o ano em que o empreendimento iniciou e a descrição da principal atividade exercida pela empresa.

No terceiro bloco, têm-se os questionamentos que são utilizados para se testar as hipóteses da pesquisa. Nesse bloco é investigado o número de funcionários e familiares vinculados ao negócio em 2013 e 2014, a quantidade de familiares associados à gestão do negócio, a percepção do empresário acerca da lucratividade da sua empresa nos últimos três anos, além de sua expectativa de lucratividade para os próximos três anos.

No quarto bloco é perguntado como o empresário percebia o seu relacionamento com os bancos, o tempo em que a empresa mantinha relacionamento com seu principal agente bancário e os tipos de serviços utilizados pela empresa junto ao seu principal agente financeiro. No quinto bloco é levantada a proporção das principais fontes de recursos que são utilizados para financiar as atividades empresariais.

No sexto bloco é investigada a tolerância ao risco do empreendedor, o otimismo, o senso de controle, o grau de assimetria de informação, o desejo de controle e a atitude em direção à dívida. No sétimo e último bloco é investigado o excesso de confiança do empreendedor. Abaixo segue uma descrição detalhada de cada uma das variáveis que são utilizadas para se testar as hipóteses dessa pesquisa.

3.6.1. Variável estrutura de capital

Um dos possíveis limitadores ao estudo da estrutura de capital das micro e pequenas empresas é a dificuldade em acessar tais informações, dado que essas firmas não são obrigadas a divulgar, nem a auditar suas informações contábeis. Ademais, as informações

podem ser incompletas, imprecisas ou inexistentes, já que no Brasil, segundo IBGE (2013), 57% das micro e pequenas empresas não são formalmente estabelecidas.

Uma alternativa é o uso de informações primárias, oriundas de questionários autoadministrados. Assim, buscou-se perguntar o valor dos bens e direitos da empresa (questão 73 do instrumento de pesquisa) e o valor de compromissos com terceiros (questão 76). A estrutura de capital é medida pela razão entre os valores da questão 76 e da questão 73 do instrumento de pesquisa, tal como proposto por Yousuf (1997).

3.6.2. Variáveis relacionadas ao desempenho da firma

No que tange ao desempenho da firma utiliza-se o total de ativos (questão 73 do instrumento de pesquisa) como *proxy* do tamanho da firma, o lucro da empresa (questão 10), o crescimento dos lucros da empresa (questão 11), o crescimento da participação de mercado da firma (questão 12), conforme observado no construto desenvolvido por Sorenson *et al.* (2009). Ao construto adiciona-se a variável estágio do ciclo de vida, já que há evidências, como em Greiner (1972), Mueller (1972), Quinn e Cameron (1983) e Van de Ven e Poole (1995) de que os estágios do ciclo de tem influência direta na estrutura de capital.

Dentre as abordagens utilizadas, para designar o estágio do ciclo de vida em que cada firma se encontra, têm-se o método desenvolvido por Adizes (1988) em que o autor relaciona duas variáveis para categorizar as empresas: flexibilidade e controlabilidade, porém a ferramenta desenvolvida pelo autor pressupõe questões que são pouco comuns às micro e pequenas empresas, como a gestão profissionalizada, em que há clara divisão de tarefas (fundador, CEO, Presidente e Gerentes) e departamentos (Financeiro, Administrativo, Operações, Contábil e Jurídico).

Outra abordagem para se avaliar o ciclo de vida da firma é a análise de cluster em que diversos trabalhos têm utilizado para explicar a estrutura de capital (por exemplo: Smith *et al.* (1985), Gupta e Chin (1994), Rebelo (2003) e La Rocca *et al.* (2011)). Nesse trabalho, busca-se calcular os clusters mediante duas variáveis: a lucratividade da firma (questão 10 do questionário) e o crescimento da firma, a qual pôde ser observada pela variação percentual do número de funcionários entre os anos de 2013 e 2014 (questão 8).

3.6.3. Variáveis associadas aos relacionamentos do proprietário-gerente

Como citado, o maior volume de opacidade informacional pode ser um grande limitador ao acesso ao crédito bancário. Como alternativa, Petersen e Rajan (1994), Berger e Udell (1995) e Uzzi (1999) sugerem que os micro e pequenos empresários invistam nos relacionamentos bancários, como forma de facilitar o acesso a esses recursos. Neste trabalho o construto é formado por três variáveis: Qualidade e Tempo de Relacionamento e Quantidade de Serviços Bancários Utilizados.

A qualidade é mensurada mediante a percepção do empresário perante o relacionamento da empresa com o principal agente bancário (CHUA *et al.*, 2011). Nessa variável são consideradas cinco categorias, que variam de ótimo à péssimo, passando por indiferente. A quantidade de serviços bancários utilizados e o tempo do relacionamento também são avaliadas relativamente ao principal agente bancário que presta serviço à empresa, em que é investigado o número de serviços utilizados por ela, bem como o tempo em que a empresa se relacionava com o banco. Também foi avaliada a assimetria de informação entre os agentes, sob a forma de dois construtos: Disposição para ser Transparente e Disposição para Divulgar Informações, ambos desenvolvidos por Nalwanga (2010).

3.6.4. Variáveis relacionadas aos Traços de Personalidade Gerenciais

Em psicologia, segundo Kassin (2003), a teoria dos traços de personalidade é uma das principais abordagens para o estudo da personalidade humana. Nesta perspectiva, tais traços são relativamente estáveis ao longo do tempo, diferem entre os indivíduos, e influenciam o comportamento e o processo de tomada de decisão. Os Traços de Personalidade Gerenciais que investiga-se nesta pesquisa são: Otimismo, Excesso de Confiança, Tolerância ao Risco, Senso de Controle e a Atitude em Direção à Dívida.

3.6.4.1. Otimismo

Segundo DeLong *et al.* (1988) e Goel e Thakor (2000), o otimismo é geralmente definido como uma subjetiva sobrevalorização da probabilidade de eventos futuros

favoráveis. O otimismo tem sido avaliado pelo teste de orientação da vida (*life orientation test*), proposto por Scheier e Carver (1985). Nesta tese utiliza-se de seu sucessor, o teste de orientação da vida revisado (*revised life orientation test*), apresentado por Scheier *et al.* (1994). Essa ferramenta foi traduzida e validada para a língua portuguesa por Laranjeira (2008), em que no seu estudo o Alfa de Cronbach foi comparável ao estudo original (0,71 e 0,78, respectivamente).

3.6.4.2. Excesso de confiança

O excesso de confiança é um dos traços de personalidade gerenciais mais investigados em finanças, o qual diz respeito à subestimação do risco ou variância de eventos futuros (ver, por exemplo: De Long *et al.* (1988) e Goel e Thakor (2000)). Neste trabalho utiliza-se a ferramenta desenvolvida por Baratella (2007) e adaptada por Feitosa (2010), em que para o cálculo da calibração e excesso ou baixo nível de confiança são utilizadas dez questões de conhecimento geral, em que cada questão proposta contém duas alternativas de resposta, das quais uma é verdadeira e a outra falsa.

A ferramenta também é composta por uma escala de meia-extensão (50% a 100%) de $(0,5 \leq p \leq 1,0)$, na qual o entrevistado descreve a probabilidade de o quão certo está de que a alternativa escolhida é, de fato, verdadeira (LICHTENSTEIN, *et al.*, 1982).

3.6.4.3. Tolerância ao risco

Nessa tese utiliza-se a ferramenta criada por Droms e Strauss (2003) para mensurar a tolerância ao risco. Nesse instrumento são utilizadas seis questões escalonadas de 1 a 5, conforme o formato Likert, cujo objetivo é, através da soma da pontuação obtida pelas respostas, classificar o perfil do respondente.

3.6.4.4. Senso de controle

O senso de controle refere-se à percepção do indivíduo sobre o nível de controle disponível em um determinado contexto (MOULDING e KYRIOS, 2007). A primeira tentativa para mensurar o senso de controle, sob a ótica do locus de controle interno e externo foi desenvolvida por Phares (1957), seguido por James (1957). Da escala Phares-James, derivaram vários instrumentos como os desenvolvidos por Rotter (1966), Levenson (1973) e Mirowsky e Ross (1991), este último tem sido mais utilizado devido ao menor número de questões e o seu maior grau de consistência interna.

Para mensurar o senso de controle, utiliza-se o construto desenvolvido por Mirowsky e Ross (1991), pois ele apresenta alto grau de consistência interna e menor quantidade de questões para mensurá-lo (em contraste às 26 questões da escala de Phares-James e das 23 questões desenvolvidas em Levenson (1973)). No instrumento desenvolvido por Mirowsky e Ross (1991) são utilizadas oito questões em escala likert de 5 pontos.

3.6.4.5. Atitude em direção à dívida

Diversos autores como Kraus (1995), demonstram que a atitude é preditora do comportamento humano. Neste sentido, a atitude perante a dívida é um componente fundamental para o estudo da estrutura de capital das micro e pequenas empresas, na medida em que pode prever o comportamento frente à dívida, isto é, da propensão ao endividamento ou da aversão ao endividamento dos proprietários-gerentes das empresas e, como consequência na estrutura de capital destas organizações.

Lea *et al.* (1995) criaram uma ferramenta para avaliar a propensão ao endividamento, a qual apresenta 17 itens, em que os autores encontraram um Alfa de Cronbach de 0,83. Nessa tese utiliza-se a ferramenta adaptada e validada por Moura (2005), o qual criou uma escala de atitude para o endividamento, a partir da ferramenta desenvolvida por Lea *et al.* (1995).

3.6.5. Síntese do instrumento de pesquisa

Observa-se na Tabela 4 que o instrumento de pesquisa é formado por 78 questões, em que se busca investigar, a estrutura de capital da empresa e os construtos relacionamentos os quais são avaliados pelas questões 13, 14 e 15 do questionário, assim como pelas questões 40 à 53 do instrumento de pesquisa.

Tabela 4: Questões, fontes, construtos e teorias associadas às variáveis utilizadas

Construto	Variável	Nº	Fonte	Teoria
nd**	Gênero	1	Elaboração própria	Traços de personalidade
nd*	Idade	2	Elaboração própria	nd*
nd*	Estado Civil	3	Elaboração própria	nd*
nd*	Escolaridade	4	Elaboração própria	nd*
nd*	Escolaridade	5	Elaboração própria	nd*
nd*	Idade da firma	6	Chua <i>et al.</i> (2011)	Ciclo de Vida
nd*	Setor de atuação	7	Chua <i>et al.</i> (2011)	nd*
Desempenho	Tamanho	8	Chua <i>et al.</i> (2011)	Custos de falência
Desempenho	Crescimento	8	Chua <i>et al.</i> (2011)	Teoria da Agência
nd*	Empresa familiar	9	Chua <i>et al.</i> (2011)	nd*
Desempenho	Lucratividade	10	Sorenson <i>et al.</i> (2009)	<i>Pecking Order Theory</i>
Desempenho	Cresc. dos Lucros	11	Sorenson <i>et al.</i> (2009)	<i>Pecking Order Theory</i>
Desempenho	Particip. de mercado	12	Sorenson <i>et al.</i> (2009)	nd*
Relacionamento	Qualidade do relac.	13	Chua <i>et al.</i> (2011)	Ass. de informação
Relacionamento	Tempo de relac.	14	Ongenah e Smith (2000)	Ass. de informação
Relacionamento	Quantidade	15	Ongenah e Smith (2000)	Ass. de informação
Tolerância ao risco	Tolerância ao risco	16	Verheul e Thurik (2001)	Traços de personalidade
nd*	Tangibilidade	17	Vasiliou e Daskalakis(2009)	nd*
nd*	Dificuldade	18	Elaboração própria	Ass. de informação
nd*	Crescimento	19	Elaboração própria	Teoria da Agência
nd*	Estrutura de capital	20	Yousuf (1997)	nd*
nd*	Estrutura de capital	21	Robb e Robinson (2010)	nd*
Otimismo	Otimismo	22 à 31	Scheier <i>et al.</i> (1994)	Traços de personalidade
Senso de controle	Senso de controle	32 à 39	Mirowsky e Ross (1991)	Traços de personalidade
Assim. de Informação	Assim. Informação	40 à 53	Nalwanga (2010)	Ass. de informação
Propensão à dívida	Propensão à dívida	54 à 62	Moura (2005)	Traços de personalidade
Tolerância ao risco	Tolerância ao risco	63 à 68	Droms e Strauss (2003)	Traços de personalidade
nd*	Conhec. financ.	69 à 72	Elaboração própria	nd*
nd*	Estrutura de capital	73	Yousuf (1997)	nd*
Excesso de confiança	Excesso confiança	74	Baratella (2007)	Traços de personalidade
nd*	Preferências	75	Yousuf (1997)	nd*
nd*	Estrutura de capital	76	Yousuf (1997)	nd*
nd*	Controle da amostra	77	Elaboração própria	nd*
nd*	Motivo emprender	78	Elaboração própria	nd*

nd*: não há construto ou teoria associado à variável mensurada na referida questão.

Fonte: elaboração própria

Ademais, é avaliado o construto Desempenho da Firma o qual é medido através das questões 10, 11, 12 e 73 do instrumento de pesquisa. Igualmente são avaliados os Traços de Personalidade Gerenciais (Otimismo, Excesso de Confiança, Tolerância ao Risco, Senso de Controle e Atitude em Direção à Dívida) os quais são mensuradas pelas questões 22 à 68 do instrumento de pesquisa.

3.7. Modelo teórico

Na Figura 5 observam-se três construtos que são propostos na tese: Relacionamento Bancário, Desempenho da Firma e Traços de Personalidade Gerenciais. Na Tabela 5, 6, 7, 8 e 9 são demonstradas as proposições teóricas e as evidências empíricas da influência desses construtos na estrutura de capital, bem como o inter-relacionamento das variáveis propostas no modelo.

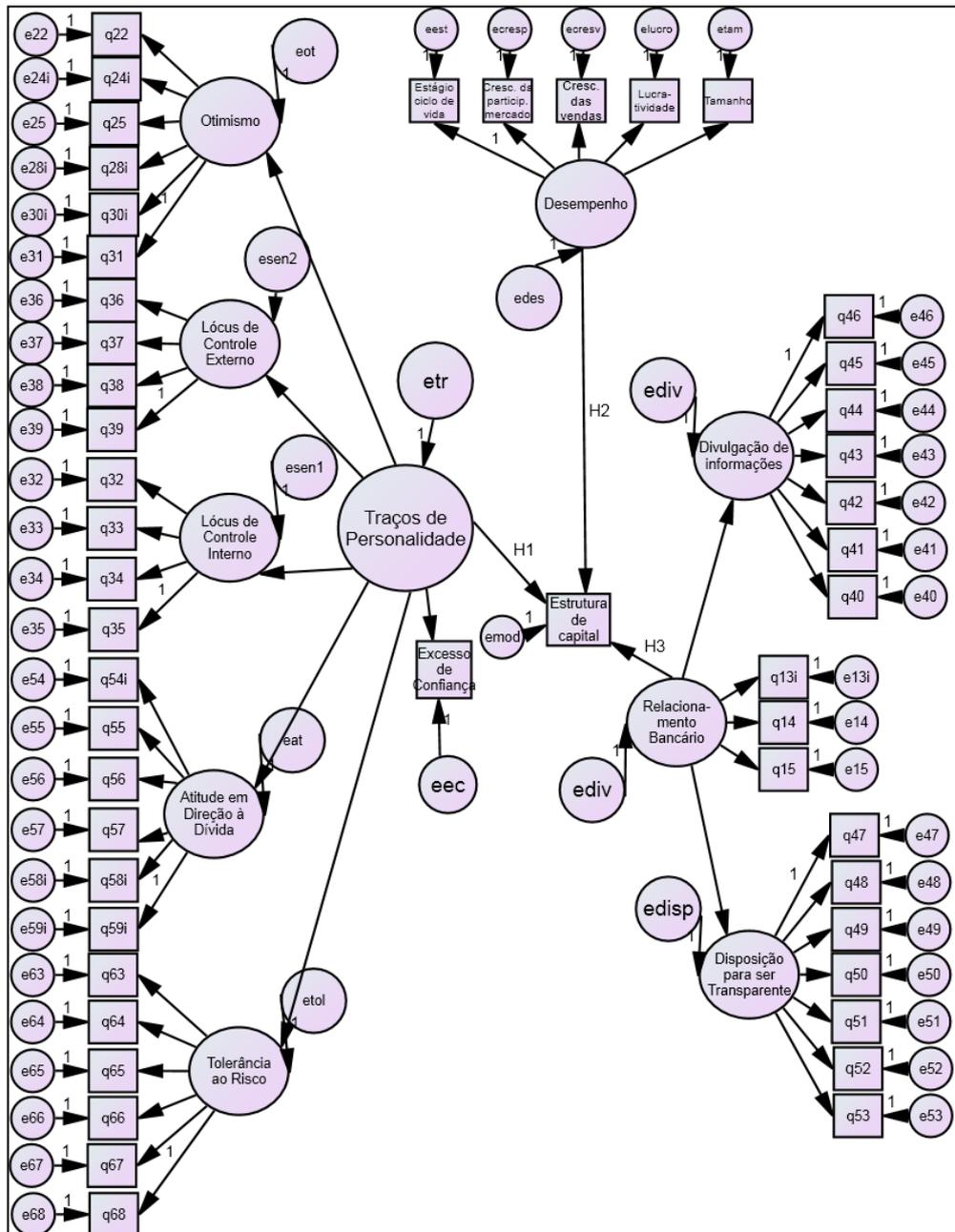


Figura 5: Modelo teórico
 Fonte: elaboração Própria

Tabela 5: Evidências teóricas e empíricas da influência dos traços de personalidade na atitude perante a dívida

Construto	Direção	Construto	Autor	Amostra	Principais resultados
Tolerância ao risco	----->	Endividamento	Brealey e Myers (2003)	Livro texto: sem amostra	Nas organizações em que gestores são avessos ao risco, o empreendedor pode definir os limites de endividamento considerando seus interesses pessoais de sustentar uma situação segura e sem dificuldades financeiras para si e para a empresa.
Tolerância ao risco	----->	Endividamento	Barbosa e Moraes (2003)	41 empresas mineiras	Evidenciaram que a tolerância ao risco dos empreendedores é determinante da estrutura de capital das empresas analisadas
Tolerância ao risco	----->	Endividamento	Hutchinson (1995)	Artigo teórico: sem amostra	Propôs que a tolerância ao risco tem influência direta nas decisões de estrutura de capital de suas empresas, de modo que empreendedores mais avessos ao risco limitam o uso de recursos oriundos de novas cotas ou ações e evitam a dívida.
Tolerância ao risco	----->	Endividamento	Verheul e Thurik (2001)	2.000 empresas holandesas	Observaram uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre a tolerância ao risco e a busca de recursos externos para o financiamento das atividades empresariais.
Otimismo	----->	Endividamento	Deeds <i>et al.</i> (1995)	903 pequenas empresas norte-americanas	Argumentam que os empresários que são otimistas seriam mais confiantes no uso de capital próprio em oposição à dívida nas decisões sobre a estrutura de capital das empresas
Otimismo e confiança	----->	Endividamento	Hackbarth (2009)	Artigo teórico: sem amostra	Os gestores otimistas tendem a superestimar a taxa de crescimento dos lucros futuros e são relutantes em dividi-los com novos sócios, isto é, tendem a optar por recursos internos.
Otimismo e confiança	----->	Endividamento	Hackbarth (2008)	Artigo teórico: sem amostra	O autor explica que, devido ao otimismo, os gestores acreditam que as ações de suas empresas são desvalorizadas e tendem a perceber o financiamento de capital caro, logo evitam a dívida
Confiança	----->	Endividamento	Cordeiro (2009)	5.015 empresas americanas	Observou que os gestores excessivamente confiantes são menos inclinados à pagar dividendos e amplamente preferem o financiamento interno em detrimento ao financiamento externo.
Otimismo	----->	Endividamento	Weinstein e Klein (1996)	2.994 empresários	Conclui que o otimismo leva a um menor nível de endividamento (subcapitalização)
Confiança	----->	Endividamento	Ben-David <i>et al.</i> (2007)	6.901 observações de escolhas de investimento de 316 vice-presidentes de grandes empresas americanas	Os autores observaram que, embora as escolhas que levam ao endividamento estejam associadas à volatilidade das decisões, o excesso de confiança implica no aumento da propensão ao endividamento das firmas.
Confiança	----->	Endividamento	Gider e Hackbarth (2010)	Artigo teórico: sem amostra americanas	Propõem que gerentes otimistas e excessivamente confiantes procuram reduzir a dependência de suas empresas dos mercados de capitais externos, através de retenção de recursos gerados internamente, evitando altos níveis de endividamento.

Tabela 5 (continuação)

Construto	Direção	Construto	Autor	Amostra	Principais resultados
Confiança	----->	Endividamento	Oliver (2003)	500 entrevistas	O autor conclui que quando a confiança do gestor perante o futuro da firma é maior, a empresa tem maiores chances de apresentar um nível de endividamento maior.
Otimismo	----->	Endividamento	Manove e Padilla (1999)	Artigo teórico: sem amostra	Os autores demonstram que os excessivamente otimistas tendem a apresentar maior propensão ao endividamento.
Atitude em direção à dívida	----->	Endividamento	Livingstone e Lunt (1992)	279 ingleses das proximidades de Oxford	Observaram que a propensão à utilização de crédito é um importante preditor do endividamento
Lócus de controle externo	----->	Endividamento	Dessart e Kuylen (1986)	400 entrevistados	Observaram que os indivíduos que apresentavam maior lócus de controle externo apresentavam maior nível de dívida pessoal
Lócus de controle externo	----->	Endividamento	Tokunaga (1993)	131 indivíduos	Observou que os indivíduos com maior grau de endividamento pessoal apresentavam maior lócus de controle externo.
Senso de controle: lócus de controle interno e atitude em direção à dívida	----->	Endividamento	Koropp <i>et al.</i> (2014)	118 empresas familiares alemãs	Concluem, que a atitude em direção à dívida está positiva e significativamente relacionada ao uso de dívidas na estrutura de capital das firmas. Por outra via, o senso de controle, sob a ótica do controle comportamental percebido, foi observado como negativamente associado à disposição para o uso de dívidas e, como consequência, menor alavancagem.
Lócus de controle externo	----->	Endividamento	Newse <i>et al.</i> (2010)	131 indivíduos	Observou que os indivíduos com maior grau de endividamento pessoal apresentavam maior lócus de controle externo.
Atitude em direção à dívida	----->	Endividamento	Stone e Maury (1996)	501 militares norte-americanos	Os pesquisadores observaram que os indivíduos que apresentavam maior aceitabilidade do uso de crédito no seio familiar, como a aceitação do uso do cartão de crédito pelos pais, apresentavam maior volume de dívida pessoal
Otimismo	----->	Endividamento	Heaton (2002)	Artigo teórico: sem amostra	Demonstra que um gerente otimista acredita que os mercados de capitais desvalorizam os títulos corporativos e, portanto, tenderia a preferir o uso de recursos gerados internamente.
Otimismo e confiança	----->	Endividamento	Malmendier <i>et al.</i> (2011)	477 empresas americanas	Demonstram que os gestores que são mais otimistas e confiantes em relação ao futuro de suas empresas, por superestimar os fluxos de caixa futuros de suas empresas, visualizam o financiamento externo como inapropriado e caro, preferindo usar o financiamento interno para suas organizações.

Fonte: elaboração própria.

Em psicologia, a Teoria dos Traços de Personalidade é uma das principais abordagens ao estudo da personalidade humana. Sabendo-se disso e considerando-se que Kassin (2003) define os traços de personalidade como padrões de comportamento, pensamento e emoção, os quais são relativamente estáveis ao longo do tempo e que tais traços de personalidade influenciam diretamente o processo de tomada de decisão.

Considerando-se também as proposições teóricas e evidências empíricas, demonstradas na Tabela 5, as quais sugerem que os Traços de Personalidade Gerenciais pesquisados nesta tese (Otimismo, Excesso de Confiança, Tolerância ao Risco, Senso de Controle e Atitude em Direção à Dívida) têm influência direta nas decisões de endividamento pessoal e nas decisões sobre estrutura de capital das firmas. Além disso, se considerarmos as proposições teóricas e evidências empíricas da interdependência de tais traços no processo de tomada de decisão, conforme demonstrado na Tabela 6.

Considerando-se também que autores como Hutchison (1995), Verheul e Thurik (2001) e Barbosa e Moraes (2003) demonstram que a tolerância ao risco do gestor é determinante da estrutura de capital das firmas por eles geridas, assim como autores, tais como: Weinstein e Klein (1996), Deeds *et al.* (1995), Hackbarth (2008), Hackbarth (2009) Cordeiro (2009), Gider e Hackbarth (2010) e Malmendier *et al.* (2011) propõem teoricamente e demonstram empiricamente que o maior nível de confiança e o maior nível de otimismo influenciam negativamente a alavancagem empresarial, em que os proprietários-gerentes tendem a preferir as fontes de financiamento internas.

Assim como Dessart e Kuylen (1986) e Tokunaga (1993) apontam para o fato de que o locus de controle externo é determinante da propensão ao endividamento e Koropp *et al.* (2014) demonstram que o controle comportamental percebido (*proxy* para o senso de controle) está diretamente associado à menor disposição para o uso de dívidas na estrutura de capital e, como consequência, menor alavancagem. Bem como autores como Livingstone e Lunt (1992) e Stone e Maury (1996), demonstram que a propensão ao endividamento é forte preditor da dívida e se considerarmos que a atitude é preditora do comportamento humano, conforme demonstrado Kraus (1995), esta tese propõe a seguinte hipótese a ser testada:

H1: os Traços de Personalidade Gerenciais dos proprietários-gerentes estão negativamente associados ao nível de endividamento das firmas por eles gerenciadas.

Tabela 6: Proposições teóricas e evidências empíricas da interdependência dos traços de personalidade no processo de tomada de decisão

Construto	Direção	Construto	Autor	Amostra	Resultados
Tolerância ao risco	----->	Otimismo	Heaton (2002)	Artigo teórico: sem amostra	Apesar de o autor não testar esta hipótese ele explica que a inserção da variável aversão ao risco poderia melhorar a explicação do otimismo, implicando também nas decisões sobre estrutura de capital.
Tolerância ao risco	----->	Crescimento	Barbosa e Moraes (2003)	41 empresas mineiras	Evidenciaram correlação baixa, porém positiva e significativa (5%) entre tolerância ao risco do empreendedor e o crescimento da empresa.
Tolerância ao risco	----->	Rentabilidade	Barbosa e Moraes (2003)	41 empresas mineiras	Evidenciaram correlação baixa, porém negativa e significativa (10%) entre tolerância ao risco do empreendedor e a rentabilidade da firma.
Tolerância ao risco	----->	Propensão ao endividamento	Haynes e Avery (1997)	996 empresas	Os empresários de empresas familiares tendem a apresentar menor tolerância ao risco e, como consequência, menor propensão ao endividamento de suas firmas.
Lócus de controle interno	----->	Tolerância ao risco	Jacobs-Lawson <i>et al.</i> (2011)	261 idosos (idades entre 54 e 84 anos)	Embora os autores tenham realizado sua pesquisa no âmbito da área de saúde, eles encontraram, mediante análise de regressão linear uma relação negativa (sig. 0,01) entre o lócus de controle interno e o nível de tolerância ao risco dos pesquisados
Excesso de confiança	----->	Tolerância ao risco	Weinstein e Klein (1996)	Artigo teórico: sem amostra	Explicam que o excesso de confiança tem interferência direta na percepção de risco e na tolerância ao risco dos indivíduos.
Lócus de controle interno	----->	Otimismo	Weinstein (1996)	2.994 empresários	O autor conclui que o lócus de controle interno está diretamente associado ao otimismo dos empresários analisados
Lócus de controle interno	----->	Tolerância ao risco	Weinstein (1996)	2.994 empresários	O autor conclui que o lócus de controle interno implica em maior propensão ao risco nos indivíduos analisados
Lócus de controle externo	----->	Excesso de confiança	Braun (2003)	54 alemães entrevistados	Para o autor, a autoconfiança está intimamente ligada com a crença à cerca do lócus de controle do objeto analisado, em que quando maior a crença de que o controle sobre os resultados é externo ao indivíduo, menor será sua confiança. Por outro lado, quando maior a crença de que o indivíduo detém o controle sobre os resultados, maior será sua autoconfiança sobre suas habilidades
Excesso de confiança	----->	Tolerância ao risco	Goel e Thakor (2000)	Artigo teórico: sem amostra	Concluem que gestores excessivamente confiantes tendem a subestimar os riscos de suas decisões, especialmente quando se refere à realização de novos investimentos organizacionais. Salientam também que o excesso de confiança é um traço de personalidade mais prevalente entre os gestores do que na população em geral.
Excesso de otimismo	----->	Propensão ao endividamento	De Meza e Southey (1996)	Artigo teórico: sem amostra	Os autores criam um modelo matemático o qual demonstra que os gestores excessivamente otimistas tendem a apresentar maior propensão ao endividamento e maior nível de dependência do endividamento em detrimento ao financiamento via recursos próprios.

Tabela 6 (Continuação)

Construto	Direção	Construto	Autor	Amostra	Resultados
Excesso de confiança	----->	Tolerância ao risco	Nofsinger (2002)	Livro texto: sem amostra	O autor explica que o excesso de confiança leva os indivíduos a superestimar seus conhecimentos, subestimar os riscos e exagerar na sua capacidade de controlar os eventos futuros.
Senso de controle	----->	Excesso de confiança	Mendes-da-Silva e Yu (2009)	421 brasileiros	Os autores sugerem que o excesso de confiança sofre influência do senso de controle do indivíduo.
Confiança	----->	Senso de controle	Hayashi <i>et al.</i> (1999)	167 americanos e japoneses	Os autores demonstram que o nível de confiança do decisor está diretamente relacionado com o seu senso de controle
Senso de controle	----->	Tolerância ao risco	Cavalheiro e Caporal (2011)	701 indivíduos gaúchos	Os autores demonstram, mediante análise fatorial e de regressão linear que o senso de controle está diretamente relacionado com a variável tolerância ao risco.
Excesso de confiança	----->	Tolerância ao risco	Cavalheiro (2010)	815 indivíduos gaúchos	O autor demonstra, mediante análise fatorial e de regressão linear que o excesso de confiança está diretamente relacionado com a variável tolerância ao risco.
Lócus de controle externo	----->	Tolerância ao risco	Tokunaga (1993)	131 indivíduos	Os indivíduos que apresentavam maior lócus de controle externo tenderam a ser menos tolerantes ao risco
Lócus de controle externo	----->	Propensão ao endividamento	Livingstone e Lunt (1992)	pesquisa realizada junto à 279 ingleses das proximidades de Oxford	Os autores concluíram que aqueles indivíduos que apresentavam maior lócus de controle externo tendem a acreditar que tem menor controle sobre suas finanças, tendem a realizar mais compras por impulso e, como consequência, sentem que são mais propensos ao descontrole orçamentário e, por fim, maior propensão à dívida.
Lócus de controle externo	----->	Propensão ao endividamento	Davies e Lea (1995)	140 estudantes britânicos	Os autores após analisar 140 estudantes do ensino superior britânico, concluíram que o lócus de controle externo está diretamente correlacionado com propensão ao endividamento dos pesquisados.
Lócus de controle externo	----->	Propensão ao endividamento	Trent <i>et al.</i> (2006)	408 estudantes americanos	Os autores observaram que o lócus de controle externo, associado à boa sorte, por exemplo, aumenta a probabilidade da contratação de crédito.
Lócus de controle externo	----->	Propensão ao endividamento	Ding <i>et al.</i> (2009)	448 taiwaneses	Os autores observaram que o lócus de controle externo aumenta a probabilidade do endividamento dos entrevistados
Tolerância ao risco	----->	Propensão ao endividamento	Ding <i>et al.</i> (2009)	448 taiwaneses	Os autores observaram que a maior tolerância ao risco aumenta a probabilidade do endividamento dos entrevistados

Fonte: elaboração própria

Observa-se na Tabela 5 que as proposições teóricas e evidências empíricas sugerem que os Traços de Personalidade Gerenciais (Otimismo, Excesso de Confiança, Tolerância ao Risco, Senso de Controle e Aversão à Dívida) têm influência nas decisões de endividamento pessoal e nas decisões sobre estrutura de capital das firmas. Na Tabela 6 são demonstradas as evidências da inter-relação entre os traços de personalidade gerenciais, estudados neste estudo, durante o processo de tomada de decisão em contextos financeiros.

Evidencia-se na Tabela 6 que a Confiança e o Excesso de Confiança são associados à Tolerância ao Risco (conforme observado em Goel e Thakor (2000), Nofsinger (2002) e Cavalheiro (2010)) e do Senso de Controle (conforme observado em Hayashi *et al.* (1999)). Assim como se observa a associação do Otimismo perante a Tolerância ao Risco (conforme demonstrado por Weinstein e Klein (1996)) e na Aversão à Dívida (relacionamento demonstrado por De Meza e Southey (1996)).

Além disso, a Tolerância ao risco relaciona-se com o Otimismo (Heaton (2002)) e com a Aversão à Dívida (Haynes e Avery (1997) e Ding *et al.* (2009)). Igualmente, observa-se que o Senso de Controle, sob a ótica do Locus de Controle Interno ou Externo, relaciona-se com os traços de personalidade Otimismo (Harris e Middleton (1994) e Weinstein e Klein (1996)), Excesso de Confiança (Braun (2003) e Mendes-da-Silva e Yu (2009)), Tolerância ao Risco (Tokunaga (1993), Weinstein e Klein (1996), Cavalheiro e Caporal (2011) e Jacobs-Lawson *et al.* (2011)) e Propensão ao Endividamento (Livingstone e Lunt (1992), Davies e Lea (1995), Trent *et al.* (2006) e Ding *et al.* (2009)).

A partir de tais evidências, propõe-se que aquelas variáveis poderiam apresentar variâncias que tornassem possível a existência do construto Traços de Personalidade Gerenciais, o qual poderia influenciar as decisões de endividamento das firmas e, como consequência, na estrutura de capital das empresas.

Apesar do construto traços de personalidade do gestor não ter sido observado na literatura teórica ou empírica, o construto desempenho da empresa foi observado em pesquisas que utilizavam a modelagem de equações estruturais, como demonstrado na trabalho de Sorenson *et al.*(2009). Na Tabela 7 são apresentadas as evidências empíricas das variáveis relacionadas ao desempenho da firma perante a estrutura de capital. Na Tabela 8 também se apresenta as evidências empíricas da influência dos estágios do ciclo de vida sobre a estrutura de capital.

Tabela 7: Evidências empíricas da influência da lucratividade, do crescimento da participação de mercado e dos lucros e do tamanho da firma na sua estrutura de capital

Variáveis	Direção	Variáveis	Autor	Amostra	Resultados
Tamanho dos ativos, crescimento das vendas, lucratividade e ciclo de vida	----->	Endividamento	Chittenden <i>et al.</i> (1996)	3.480 empresas do Reino Unido	Observaram que a lucratividade, o tamanho dos ativos e a idade estão negativamente associados às dívidas totais na estrutura de capital. Por outra via, o crescimento das vendas são positivamente associados à alavancagem na estrutura de capital das firmas analisadas.
Tamanho crescimento, lucratividade e oportunidade de crescimento	----->	Endividamento	Jordan <i>et al.</i> (1998)	173 empresas do Reino Unido	Os autores demonstraram que o tamanho das vendas, a sua lucratividade, o seu crescimento são determinantes da estrutura de capital das firmas e estão positivamente associadas ao volume de dívidas.
Tamanho, crescimento, rentabilidade e ciclo de vida	----->	Endividamento	Michaelas <i>et al.</i> (1999)	3.500 empresas da Grã Bretanha	Demonstraram a influência do tamanho e do crescimento dos ativos na estrutura de capital, as quais estão positivamente associadas ao volume de dívidas, enquanto que a idade e a rentabilidade dos ativos levam a um menor nível de endividamento.
Tamanho, crescimento e lucratividade das vendas e idade	----->	Endividamento	Hall <i>et al.</i> (2000)	3.500 empresas do Reino Unido	Evidenciaram que endividamento está positivamente relacionados com o tamanho e o crescimento das vendas e negativamente relacionados com a idade, lucratividade das firmas.
Tamanho e crescimento dos ativos e ciclo de vida	----->	Endividamento	Romano <i>et al.</i> (2001)	1.490 empresas australianas	Destacam uma relação positiva entre idade da firma (<i>proxy</i> ao ciclo de vida) e o tamanho da empresa, determinado pelo número de funcionários, volume de vendas, número de filiais e estimativa do valor do negócio. Ademais observaram que o desejo de crescimento e a orientação da firma para este fim apresenta uma relação negativa com o uso de dívidas na estrutura de capital das firmas.
Tamanho e crescimento dos ativos e ciclo de vida	----->	Endividamento	Zoppa e McMahon (2002)	871 empresas australianas	Observaram que o tamanho dos ativos totais e o crescimento dos ativos, das vendas e do número de empregados estão positivamente associados ao endividamento, enquanto que a rentabilidade, a estrutura dos ativos, a idade da firma e o fato da empresa ser familiar estão negativamente associados à alavancagem.
Tamanho, crescimento, rentabilidade dos ativos e ciclo de vida	----->	Endividamento	Esperança <i>et al.</i> (2003)	995 pequenas empresas portuguesas	Observaram que o tamanho da firma, a estrutura dos ativos, a idade e a rentabilidade são negativamente associados ao endividamento, enquanto que o crescimento dos ativos é positivamente relacionado.
Tamanho dos ativos, crescimento das vendas e rentabilidade	----->	Endividamento	Cassar e Holmes (2003)	1.555 empresas australianas	Para os autores, as variáveis tamanho dos ativos e crescimento das vendas estão positivamente associados ao endividamento enquanto que a rentabilidade está negativamente associada.
Idade e tamanho dos ativos	----->	Endividamento	Cassar (2004)	292 empresas australianas	Estreantes tendem a ser mais endividadas. O Tamanho está positivamente associado à alavancagem, enquanto que a orientação para o crescimento e a estrutura de capital negativamente associadas.

Tabela 7 (continuação)

Variáveis	Direção	Variáveis	Autor	Amostra	Resultados
Tamanho e rentabilidade dos ativos e crescimento das vendas	----->	Endividamento	Voulgaris <i>et al.</i> (2004)	132 empresas gregas	O tamanho, a estrutura, a rentabilidade e o crescimento dos ativos e o crescimento das vendas são positivamente relacionados à alavancagem das firmas analisadas.
Idade, rentabilidade, crescimento de vendas e de funcionário e estrutura dos ativos	----->	Endividamento	Johnsen e McMahon (2005)	7.703 empresas australianas	Os autores demonstram que a idade, a rentabilidade e a estrutura dos ativos estão negativamente relacionadas ao endividamento, enquanto que o crescimento das vendas e de funcionários são positivamente associados à alavancagem das firmas.
Tamanho e estrutura dos ativos, oportunidades de crescimento e rentabilidade	----->	Endividamento	Sogorb-Mira (2005)	6.482 empresas não financeiras espanholas	O autor demonstra que a rentabilidade da firma influencia negativamente o endividamento, enquanto que o tamanho e a estrutura dos ativos, bem como as oportunidades de crescimento estão positivamente associadas ao endividamento.
Tamanho, crescimento das vendas, lucratividade e ciclo de vida	----->	Endividamento	Ou e Haynes (2006)	Dados secundários de 8.198 empresas investigadas em 1993 e 1998	Observaram que o tamanho, determinado pelo número de funcionários e o crescimento das vendas influenciam negativamente o uso de dívidas na estrutura de capital, enquanto que o estágio do ciclo de vida (empresas mais jovens, com idade inferior a quatro anos) e o uso de cartão de crédito pessoal influencia positivamente o endividamento das firmas.
Tamanho e rentabilidade do ativo, oportunidades de crescimento e ciclo de vida	----->	Endividamento	López-Garcia e Sogorb-Mira (2008)	3.569 empresas espanholas	Demonstram que dentre os determinantes da estrutura de capital das firmas analisadas configuram o tamanho (positivamente relacionado ao volume de dívidas), a idade, a rentabilidade e as oportunidades de crescimento (negativamente relacionado ao volume de dívidas). Demonstram que o alto índice de crescimento dos ativos está associado à baixas razões de endividamento, bem como firmas mais lucrativas apresentam menor volume de dívidas. Também demonstram que o tamanho é negativamente associado ao volume de dívidas na estrutura de capital das firmas
Tamanho, crescimento e lucratividade	----->	Endividamento	Heyman <i>et al.</i> (2008)	1.132 pequenas empresas belgas	Observaram que a idade, o tamanho das vendas e a estrutura dos ativos são positivamente à dívidas na estrutura de capital. Não observaram diferenças entre os setores.
Tamanho e estrutura dos ativos e ciclo de vida	----->	Endividamento	Mac an Bhaird and Lucey (2010)	299 empresas irlandesas	

Fonte: elaboração própria

Harris e Raviv (1991) comentam que há uma grande quantidade de literatura em finanças, as quais indicam que as decisões sobre a estrutura de capital das empresas influenciam tanto o nível de investimento, quanto o seu próprio desempenho. Assim como o desempenho da firma influencia as decisões sobre sua estrutura de capital. Tradicionalmente, variáveis como tamanho dos ativos, crescimento, estágio do ciclo de vida e lucratividade são consideradas determinantes da estrutura de capital.

A teoria dos custos de falência e a teoria da informação assimétrica consideram que o tamanho da firma esteja positivamente associado ao seu nível de alavancagem. O limitado acesso a recursos bancário, pela ocorrência de maior risco de crédito, em razão do maior volume de assimetria informacional, pode forçar as empresas a recorrer ao financiamento do tipo *bootstrapping* (ver seção 2.1.3 desta tese), em que os recursos de origem familiar e de amigos, por exemplo, tendem a ser mais recorrentes.

Por outro lado, no âmbito das micro e pequenas empresas, há varias evidências contrárias ao que propõem ambas as teorias, denotando certa ambiguidade ao tema perante esse tipo de organização. Dentre os trabalhos se pode citar: Titman e Wessel (1988), Chittenden *et al.* (1996), Berggren *et al.* (2000), Ou e Heynes (2006) e Heyman *et al.* (2008), no que se refere à relação negativa do tamanho com as dívidas totais, Michaelas *et al.* (1999), Hall *et al.* (2000) e Esperança *et al.* (2003), no que se refere à influência do tamanho sobre o decréscimo das dívidas de curto prazo e Hall *et al.* (2004) e Esperança *et al.* (2003), no que aplica-se ao seu impacto negativo do tamanho junto à dívidas de longo prazo.

Tal ambiguidade, conforme citado por Baker e Martin (2011), baseia-se na forma como se analisa a estrutura de capital: sob a ótica da teoria de *trade-off* ou sob a ótica da *pecking order theory*. A primeira prediz que há uma relação inversa entre tamanho e probabilidade de falência, em razão do menor nível de diversificação. Havendo, portanto, uma relação positiva entre o tamanho dos ativos e a alavancagem. A segunda prediz que uma relação negativa, já que à medida que as empresas crescem, cresce também a oferta e a preferência pelo uso dos recursos gerados internamente, tal como demonstrado por Ou e Heynes (2006), Mac an Bhaird (2010) e Mac an Bhaird e Lucey (2011).

Além disso, a adesão à *pecking order theory* é dependente não só das preferências do proprietário-gerente, mas também da disponibilidade da fonte de financiamento preferida. O fornecimento de recursos depende de muitos fatores, particularmente emana do estágio de desenvolvimento da empresa (MAC AN BHAIRD e LUCEY, 2010). Ademais, como bem destacam os autores, o tamanho e a idade da empresa estão inextricavelmente vinculados. Sob

esta ótica, na medida em que a empresa for bem sucedida, uma vez que cresce e amadurece, os lucros retidos são reinvestidos em novos projetos, aumentando a proporção das fontes internas de financiamento e decaindo o nível de alavancagem.

Já a variável crescimento é abarcada pela teoria da agência, desenvolvida por Jensen (1986), Myers (1977) e Stulz (1990) e pela teoria da informação assimétrica, desenvolvida por Ross (1977), Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Sob a ótica da teoria da agência, as empresas com menor velocidade de crescimento tendem a apresentar maiores níveis de endividamento, devido a possíveis problemas de fluxo de caixa.

Por outro lado, a teoria da informação assimétrica apregoa que o crescimento da empresa serve como sinalizador da capacidade financeira da empresa e das perspectivas dos gestores perante o futuro da firma. Existem várias evidências, junto à micro e pequenas, as quais demonstram uma relação negativa entre crescimento e endividamento. Dentre tais trabalhos se pode citar: Jordan *et al.* (1998) e Ou e Haynes (2006), os quais analisaram a influência do crescimento das vendas, Romano *et al.* (2001), Esperança *et al.* (2003) e Cassar (2004) os quais avaliaram a influência das expectativas, das oportunidades de crescimento e da orientação da firma para este fim, respectivamente, sobre a estrutura de capital.

Por outra via, a lucratividade da firma pode ser avaliada através da *Pecking Order Theory*, originalmente proposta por Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Myers (1984), por exemplo, salienta que as firmas mais lucrativas irão recorrer a fundos gerados internamente e, como consequência, tenderão a apresentar menor grau de endividamento. Existem várias evidências que suportam tal premissa. Dentre os estudos, junto à micro e pequenas empresas, se pode citar: Chittenden *et al.* (1996), Hall *et al.* (2004), os quais avaliaram a influência da lucratividade e Zoppa e McMahon (2002), Esperança *et al.* (2003), Cassar e Holmes (2003), Johnsen e McMahon (2005), Sogorb-Mira (2005), López-Garcia e Sogorb-Mira (2008), Haynes *et al.* (2008), os quais avaliaram a influência da rentabilidade das firmas sobre a sua estrutura de capital.

Por fim, o estágio do ciclo de vida pode ser avaliado por outra forma. Myers (1993), por exemplo, salienta que os custos de falência são mais destacados nas empresas com ativos intangíveis. No entanto, as empresas que se encontram na fase de maturidade e que geralmente têm um volume maior de ativos, tenderão a apresentar maiores níveis de endividamento, do que as empresas que se encontram em fase de crescimento. Apesar disso, existem várias evidências contrárias a essa suposição teórica, tal como apontado na Tabela 8.

Tabela 8: Evidências empíricas da influência dos estágios do ciclo de vida sobre a estrutura de capital de empresas de pequeno porte

Autores	Amostra	Fases	Método	Resultados
Smith <i>et al.</i> (1985)	27 empresas americanas	3	Análise de cluster.	Observaram baixo crescimento (6%) nas vendas no primeiro estágio (nascimento), alto crescimento (24%) nas vendas no segundo estágio e alto, embora declinante, crescimento nas vendas (20,6%) na fase da maturidade.
Berger e Udell (1988)	Dados agregados de pequenas empresas americanas obtidas através do <i>National Survey of Small Business Finance</i>	4	Segmentação teórica via idade da firma	Observaram que o endividamento decai à medida que a empresa envelhece. Por outro lado, à medida que a empresa evolui, ela aumenta seus ativos totais, embora eles também decaiam drasticamente na quarta fase (velhice). A principal causa observada para o crescimento dos ativos e menor alavancagem da firma, à medida em que ela cresce, dá-se pela retenção dos lucros a fim de financiar suas atividades operacionais.
Rebello (2003)	44 empresas portuguesas	2	Análise de clusters hierárquica, mediante distância euclidiana do crescimento das vendas	Observou que as empresas que se encontram na fase de maturidade são mais velhas e maiores (número de empregados e volume de vendas) e menos endividadas, quando comparado com as empresas que se encontram na sua fase inicial de desenvolvimento.
Mac an Bhaird e Lucey (2010)	299 empresas irlandesas	6	Segmentação teórica via idade da firma	Observaram que o endividamento decai até a penúltima fase e se eleva na fase final da firma. A principal razão observada é o aumento da proporção dos lucros retidos dentro da estrutura de capital, à medida que a empresa cresce usando os lucros auferidos para financiar suas atividades.
La Rocca <i>et al.</i> (2011)	69.093 observações de 10.242 empresas italianas	3	Análise de Cluster (<i>two-step</i>), mediante idade e crescimento das vendas	Observaram que ao contrário da sabedoria convencional, a dívida se mostra fundamental para as atividades empresariais nos estágios iniciais, o que representa a primeira escolha. Em contrapartida, no estágio de maturidade, as empresas gradualmente equilibram sua estrutura de capital, substituindo dívida por capital interno, sob a forma de lucros retidos. Segundo os autores, esse padrão de ciclo de vida mostrou-se ser homogêneo para diferentes indústrias e consistente ao longo do tempo.
Sánchez-Vidal e Martín-Ugedo (2012)	5.944 empresas espanholas	3	Segmentação teórica via idade da firma	As empresas apresentam diferentes estruturas de capital, dependendo da idade e do seu tamanho. Observaram que as empresas mais jovens tendem a utilizar mais dívida em sua estrutura, especialmente as de curto prazo. O endividamento cai à medida que as empresas acumulam lucros em sua estrutura de capital.
Alves (2013)	1.905 empresas portuguesas	5	Foi utilizada a análise de cluster do tipo <i>two-step</i> , em que utilizou-se a idade, o tamanho, o crescimento e a lucratividade	Empresas mais jovens tendem a ser mais endividadas, porém são as que apresentam maior crescimento e lucratividade. Na fase madura as empresas tendem a ser menos endividadas pelo acúmulo de lucros em sua estrutura financeira. No primeiro cluster observou empresas mais jovens e menores, observou também alta taxa de crescimento e baixa lucratividade. No último cluster observou maior idade, maior ativo, menor nível de endividamento e menor crescimento.

Fonte: elaboração própria

Apesar da teoria dos custos de falência e da teoria de informação assimétrica apregoar que as empresas estreadas tendem a apresentar maiores custos de falência e maior risco de crédito, limitando, portanto o acesso ao crédito bancário, diversas evidências, apontam para o fato de que os proprietários-gerentes, de micro e pequenas empresas, tendem a buscar formas não convencionais de financiamento.

Além disso, conforme observado na Tabela 8, diversas evidências apontam para o fato de que tais empresas tendem a diminuir seu nível de endividamento à medida que ela cresce e se desenvolve. Tal fato é explicado pelo acúmulo de lucros na estrutura de capital das firmas, levando a uma menor alavancagem e uma estrutura de capital distinta, seguindo as premissas da hierarquia das fontes de financiamento, proposta pela *Pecking Order Theory*.

Considerando-se o exposto, considerando-se que trabalhos como Chua *et al.* (2011) consideram que o construto desempenho da firma é formado por aquelas quatro variáveis e considerando-se o possível interrelacionamento das variáveis, demonstrada na Tabela 9, esta tese apresenta a seguinte hipótese a ser testada:

H2: o desempenho da empresa está inversamente associado ao seu nível de endividamento

Tabela 9: Evidências empíricas da interdependência da lucratividade, das vendas e da participação de mercado das firmas

Variáveis	Direção	Variáveis	Autor	Amostra	Resultados
Lucratividade	----->	Crescimento dos ativos	Titman e Wessels (1988)	469 firmas americanas	Os autores mostram que há uma correlação positiva, embora baixa (0,21), entre o tamanho (medido pelo logaritmo natural das vendas) e a estrutura dos ativos da firma. Observaram também uma moderada correlação positiva (0,53) entre lucratividade e crescimento dos ativos, embora não tenham observado correlação significativa entre a lucratividade e o tamanho das vendas.
Lucratividade	----->	Crescimento de vendas	Frank e Goyal (2003)	115.089 observações de 7.352 firmas americanas	Observaram uma correlação positiva (0,43 e sig. 0,000) entre rentabilidade e o logaritmo natural das vendas, denotando que o crescimento das vendas influencia positivamente a lucratividade e, por consequência, a rentabilidade da firma. Ademais observaram que o aumento das vendas está negativamente correlacionado com a alavancagem (-0,27 e sig. 0,000) e a sua rentabilidade (-0,40 e sig. 0,000).
Lucratividade	----->	Crescimento de vendas e participação de mercado	Cronin Jr. e Page Jr. (1988)	315 observações de 35 empresas americanas	Evidenciaram, mediante equações estruturais, que a lucratividade e, por consequência a rentabilidade da firma, depende positivamente da margem bruta, da participação de mercado da firma e do crescimento das vendas. Ademais observam que o crescimento da vendas é diretamente associado à participação de mercado das firmas.
Lucratividade	----->	Participação de mercado/Vendas	Yang <i>et al.</i> (2010)	702 empresas de Taiwan	Os autores observaram que o logaritmo natural das vendas está positivamente associado (0,21, sig. 0,000) à lucratividade das vendas (lucro operacional) e ao logaritmo natural do ativo total (0,86, sig. 0,000)
Tamanho dos ativos	----->	Crescimento dos lucros	Dennis <i>et al.</i> (2000)	2.634 empresas americanas	Os autores evidenciaram que a variância dos lucros está negativamente associada (-0,375, sig. 0,000) com o tamanho da firma.
Lucratividade	----->	Crescimento das vendas	Chen e Jiang (2001)	118 empresas alemãs	Observaram uma correlação positiva (0,34 e sig. 0,100) entre lucratividade e o logaritmo natural das vendas.
Lucratividade	----->	Crescimento dos lucros	Sorenson <i>et al.</i> (2009)	212 empresas americanas	Os autores observaram uma relação positiva (0,29 sig. 0,000) entre a lucratividade dos últimos 5 anos e o crescimento dos lucros das firmas.
Crescimento dos lucros	----->	Participação de mercado	Sorenson <i>et al.</i> (2009)	212 empresas americanas	Os autores observaram uma relação positiva (0,50 sig. 0,000) entre a variação dos lucros e a variação da participação de mercado das firmas analisadas.
Lucratividade	----->	Participação de mercado	Sorenson <i>et al.</i> (2009)	212 empresas americanas	Observaram uma correlação baixa (0,17 se sig. 0,05) entre a lucratividade dos 5 anos e a variação na participação de mercado das firmas analisadas.

Fonte: elaboração própria

Por outro lado, o construto relacionamentos refere-se à força das relações do proprietário-gerente junto aos bancos. Porém são várias as definições associadas ao conceito de relacionamento bancário. Berger e Udell (1998), por exemplo, citam que o relacionamento bancário é um contato constante entre a instituição financeira e a firma para a prestação de serviços para além do simples transações anônimas.

Fazzari *et al.* (1988), Hoshi *et al.* (1991) e Bernanke e Gertler (1995) salientam que a proximidade propicia a redução da assimetria de informação e dos problemas de agência, potencializando o acesso ao crédito. Tal suposição é evidenciada na modelagem de Ramakrishnan e Thakor (1984), ou nas evidências empíricas de Allen *et al.* (1991), Petersen e Rajan (1994), Berger e Udell (1995), Binks e Ennew (1998) e Dass e Massa (2011).

Ponderando-se que a redução da assimetria de informação ocorre pela facilidade da troca de informações entre os agentes, dada a proximidade entre eles, conforme destaca Stein *et al.* (2010). Considerando-se também que, conforme demonstrado por Elsas (2005), o número de interações bancárias pode servir como um indicador para as relações bancárias.

E considerando-se que o aumento do número de interações bancárias dá-se por duas formas principais: pela existência de histórico de relacionamento (conforme demonstrado em Diamond (1984), Horiuchi *et al.* (1988), Diamond (1991), Allen *et al.* (1991), Boot e Thakor (1994), Petersen e Rajan (1995), Berger e Udell (1995), Degryse e Van Cayseele (2000) e Hernández-Cánovas e Martínez-Solano (2006)) e pela utilização de uma quantidade maior de produtos ou serviços oferecidos pelo agente financeiro (conforme demonstrado por Allen *et al.* (1991), Ongena e Smith (2000) e Degryse e Van Cayseele (2000)).

E considerando-se que o aumento do histórico entre o mutuário e o credor facilita o acesso ao crédito, em razão da maior quantidade de informações capazes de auxiliar no processo de avaliação do crédito. E se considerarmos que o acesso ao crédito é mais facilitado nestas condições, então *ceteris paribus* a maior proximidade daria forma a maior probabilidade de existência de maior endividamento na estrutura de capital de tais empresas. Desta forma esta pesquisa apresenta a seguinte hipótese a ser testada:

H3: os relacionamentos bancários estão positivamente relacionados ao nível de endividamento das empresas

Tabela 10: evidências teóricas e empíricas da influência do relacionamento do mutuário com o credor no acesso ao crédito bancário

Variáveis	Direção	Construto	Autor	Amostra	Resultados	Método
Tempo de duração	----->	Relacionamento	Diamond (1984)	Artigo teórico	O autor demonstra que o maior tempo de relacionamento entre a empresa e o banco diminui os custos de fiscalização do mutuário e diminui a probabilidade da existência de seleção adversa.	
Tempo de duração	----->	Relacionamento	Ramakrishnan e Thakor (1984)	Artigo teórico	O autor demonstra indiretamente que o maior histórico diminui a assimetria de informação e possibilita a existência da reputação para análise do crédito	Modelagem matemática
Tempo de duração e quantidade de produtos	----->	Endividamento	Horiuchi <i>et al.</i> (1988)	479 empresas japonesas	Observaram que a existência do histórico exerce influência na mudança de percepção dos bancos perante aquele mutuário melhorando o seu acesso ao crédito.	Regressão linear múltipla
Tempo de duração e quantidade de produtos	----->	Endividamento	Diamond (1991)	Artigo teórico	Argumenta que um maior histórico de relacionamento entre o mutuário e o credor fornece melhor base de avaliação do crédito em que propicia a existência de uma melhor reputação e melhor acesso a ao crédito.	Modelagem matemática
Tempo de duração, quantidade de produtos e assimetria de informação	----->	Endividamento	Allen <i>et al.</i> (1991)	1.604 respondentes	Os autores demonstram que o maior volume de informação, em razão do maior histórico melhora o acesso ao crédito. Ademais, os bancos podem adquirir informações através do relacionamento pelo monitoramento do desempenho do mutuário ao longo do tempo em razão das solicitações de crédito e/ou através de outras prestações de serviços, como depósito bancários, por exemplo.	Regressão linear múltipla
Tempo de duração e qualidade do relacionamento	----->	Endividamento	Petersen e Rajan (1995)	Artigo teórico	O modelo teórico prevê que as taxas de juros dos empréstimos devem cair quando o relacionamento amadurece em razão do aumento do histórico e a melhora da reputação do mutuário	Modelagem matemática
Qualidade da relação e Assimetria de informação	----->	Endividamento	Petersen e Rajan (1994)	3.404 empresas obtidos através do <i>National Survey of Small Business Finances.</i>	Para os autores, uma relação estreita com os bancos pode reduzir a assimetria de informação e relaxar as restrições de liquidez para os mutuários, melhorando seu acesso ao crédito.	Regressão linear múltipla
Tempo de duração	----->	Endividamento	Boot e Thakor (1994)	Artigo teórico	O modelo prevê que a solicitação de garantias aos mutuários será menor na medida em que este tenha um histórico de relacionamento com o credor em particular.	Modelagem matemática

Tabela 10 (continuação)

Autor	Autor	Autor	Autor	Amostra	Resultados	Método
Qualidade da relação e Assimetria de informação	----->	Endividamento	Berger e Udell (1995)	3.400 empresas americanas	Observam que relações do empreendedor com os agentes de crédito tendem a diminuir a assimetria de informação. Também concluíram que tais relações auxiliam na redução dos custos e na redução das garantias solicitadas para acessar o crédito.	Regressão linear múltipla
Qualidade da relação	----->	Endividamento	Binks e Ennew (1998)	3.483 empresários do Reino Unido	Os pesquisadores avaliaram duas dimensões: a satisfação do mutuário em relação aos serviços prestados e o desejo de se compartilhar informações aos agentes bancários. Os resultados observados sugerem que um melhor relacionamento, baseado em maior troca de informações entre os agentes, diminui a assimetria de informação e potencializa o acesso ao crédito.	Ancova
Quantidade de produtos	----->	Endividamento	Ongena e Smith (2000)	1.079 empresas de 20 países europeus	Para medir a intensidade da relação bancária os pesquisadores criaram um índice o qual utiliza o número de serviços bancários utilizados pelo mutuário de um banco. Os autores observaram que o escopo (quantidade) dos produtos utilizados tem uma relação positiva com o acesso ao crédito	Regressão linear múltipla
Tempo de duração e quantidade de produtos	----->	Endividamento	Degryse e van Cayseele (2000)	18.000 pequenas empresas belgas	Os autores observaram que a utilização de um número maior de produtos e serviços de um banco, bem como o tempo de relacionamento com o principal credor diminui a taxa de juros cobrada por ele e melhora o acesso ao crédito.	Regressão linear múltipla
Tempo de duração	----->	Endividamento	Hernández-Cánovas e Martínez-Solano (2006)	530 empresas espanholas	Os autores observaram que a duração do relacionamento bancário está negativa e significativamente relacionado (-0,30 e sig. 0,01) com o endividamento da firma, além disso tem impacto negativo nos custos do crédito.	Regressão linear múltipla
Qualidade da relação	----->	Relacionamento	Nguyen e Ramachandran (2006)	558 empresas vietnamitas	Os autores observaram que a estrutura de capital das micro e pequenas empresas analisadas está positivamente relacionada com o crescimento, o risco do negócio, o tamanho da empresa e com as redes de relacionamentos com os agentes bancários	Análise fatorial confirmatória e regressão linear múltipla
Qualidade da relação e Assimetria de informação	----->	Endividamento	Dass e Massa (2011)	9.874 empresas americanas	Os pesquisadores observaram que a maior proximidade entre os agentes diminui a assimetria de informação entre eles e melhora o acesso ao crédito	Análise de dados em painel

Fonte: elaboração própria

Por fim, busca-se avaliar a influência da variável gênero na estrutura de capital. Na Tabela 11 evidencia-se que a hipótese da existência da influência do gênero na estrutura de capital e nos construtos a serem analisados dá-se em razão das evidências empíricas que sugerem que as empresas gerenciadas por mulheres apresentam menor nível de endividamento, conforme demonstrado por Deeds *et al.* (1995), Fabowale *et al.* (1995), Verheul e Thurik (2001), Watson (2002) e Carter *et al.* (2003a).

Por outro lado, a conjectura de que o gênero tenha influência nas relações bancárias é demonstrada por Buttner e Rosen (1988), Buttner e Rosen (1989), Riding e Swift (1990), Loscocco *et al.* (1991), Carter e Cannon (1992), Koper (1993), Fay e Williams (1993), Fabowale *et al.* (1995), Coleman (2000), Orser *et al.* (2000), Orser *et al.* (2006), Coleman e Robb (2009) e Neeley e Van Auken (2010), os quais destacam, por exemplo, que as mulheres tendem a apresentar maior dificuldade de acesso ao crédito por razões estereotipadas, como incapacidade de gerencial, por exemplo.

A dificuldade de acesso ao crédito também influencia de maneira negativa o desempenho das empresas gerenciadas por mulheres os quais tendem a apresentar menor tamanho, menores oportunidades de crescimento e menores taxas de lucratividade, conforme demonstrado por Stoner *et al.* (1989), Lee-Gosselin e Grise (1990), Loscocco *et al.* (1991), Carter e Cannon (1992), Fischer *et al.* (1993), Srinivasan *et al.* (1994), Rosa *et al.* (1996), Robb e Wolken (2002), Coleman (2002) e Fairlie e Robb (2009).

Já a influência do gênero nos traços de personalidade, como a atitude em direção à dívida, é demonstrado por Robb e Wolken (2002), Constantinidis *et al.* (2006), Orser *et al.* (2006), Fairlie e Robb (2009) e Coleman e Robb (2009). Assim como foi evidenciada a sua influência no nível de confiança, conforme demonstrado por Hisrich e Brush (1983), Hisrich e Brush (1986), Honig-Haftel e Martin (1986) e Read (2002). Também foi observado a influência do gênero na tolerância ao risco, conforme demonstrado por O'Hare e Larson (1991), Cliff (1998), Verheul e Thurik (2001), Orser e Hogarth-Scott (2002), Gasse *et al.* (2004), Constantinidis *et al.* (2006) e Morris *et al.* (2006).

Tabela 11: evidências empíricas da influência do gênero na estrutura de capital da firma, seu desempenho, bem como nos traços de personalidade e relacionamentos bancários do proprietário-gerente

Construto	Variável	Direção	Variável	Resultados	Autores
Traços de personalidade	Gênero	----->	Propensão ao endividamento	As mulheres iniciam suas atividades com menor quantidade de capital e são menos propensas ao endividamento bancário.	Robb e Wolken (2002), Constantinidis <i>et al.</i> (2006), Orser <i>et al.</i> (2006), Fairlie e Robb (2009) e Coleman e Robb (2009)
Estrutura de capital	Gênero	----->	Endividamento	Empresas gerenciadas por mulheres apresentam menor nível de endividamento bancário	Deeds <i>et al.</i> (1995), Fabowale <i>et al.</i> (1995), Verheul e Thurik (2001), Watson (2002) e Carter <i>et al.</i> (2003a)
Desempenho	Gênero	----->	Lucratividade	Empresas gerenciadas por mulheres apresentam restrições nos seus resultados em razão dos conflitos entre gestão do lar e dos seus negócios	Stoner <i>et al.</i> (1989), Lee-Gosselin e Grise (1990), Carter e Cannon (1992), Fischer <i>et al.</i> (1993) e Srinivasan <i>et al.</i> (1994)
Traços de personalidade	Gênero	----->	Confiança	As mulheres tendem a apresentar menor nível de confiança em papéis gerenciais, quando comparado com os seus homólogos homens.	Hisrich e Brush (1983), Hisrich e Brush (1986), Honig-Haftel e Martin (1986) e Read (2002)
Traços de personalidade	Gênero	----->	Tolerância ao risco	As mulheres tendem a assumir menor risco em suas decisões financeiras	O'Hare e Larson (1991), Cliff (1998), Verheul e Thurik (2001), Orser e Hogarth-Scott (2002), Gasse <i>et al.</i> (2004), Constantinidis <i>et al.</i> (2006) e Morris <i>et al.</i> (2006)
Desempenho	Gênero	----->	Tamanho, crescimento e lucratividade	Empresas gerenciadas por mulheres tendem a ser menores, a apresentar menores oportunidades de crescimento e de lucratividade devido à dificuldade de acesso ao crédito	Loscocco <i>et al.</i> (1991), Rosa <i>et al.</i> (1996), Robb e Wolken (2002), Coleman (2002) e Fairlie e Robb (2009)
Relacionamentos	Gênero	----->	Qualidade do relacionamento	As mulheres tendem a apresentar maior dificuldade de acesso ao crédito por razões estereotipadas, como incapacidade de gerencial, por exemplo.	Buttner e Rosen (1988), Buttner e Rosen (1989), Riding e Swift (1990), Loscocco <i>et al.</i> (1991), Carter e Cannon (1992), Koper (1993), Fay e Williams (1993), Fabowale <i>et al.</i> (1995), Coleman (2000), Orser <i>et al.</i> (2000), Orser <i>et al.</i> (2006), Coleman e Robb (2009) e Neeley e Van Auken (2010)

Fonte: elaboração própria

3.7.1. Síntese do modelo

Para sintetizar o modelo teórico, demonstra-se na Tabela 12 as variáveis do modelo, bem como as teorias sobre estrutura de capital associadas a cada uma delas.

Tabela 12: Relacionamento entre as variáveis do estudo e as teorias sobre estrutura de capital

Teoria	Variáveis/Construtos													
	Tamanho da empresa	Crescimento	Lucratividade	Informação assimétrica	Estágio ciclo vida	Tempo Relac. Bancário	Qide de produtos utilizados	Qualidade do relacionam.	Otimismo	Excesso de confiança	Tolerância ao risco	Senso de controle	Atitude em direção à dívida	Não se aplica ao estudo
Teoria do efeito fiscal														X
Teoria dos custos de falência	X													
Teoria da agência		X												
Teoria da informação assimétrica	X	X	X	X		X	X	X						
<i>Pecking order theory</i>	X	X	X		X									
Teoria do ciclo de vida					X									
Teoria do ciclo financeiro														X
Teoria dos traços de personalidade									X	X	X	X	X	

Fonte: elaboração própria

Observa-se na Tabela 12 que as variáveis propostas abrangem a maioria das teorias sobre estrutura de capital. Somente duas teorias não são avaliadas por não se aplicarem ao contexto deste trabalho. A primeira teoria não aplicável é a teoria do efeito fiscal, já que o estudo aplica-se perante micro e pequenas empresas, em que a dedutibilidade fiscal dos serviços da dívida, base das teorias tradicionais de Modigliani e Miller, não é tão vantajosa, ou na maioria das vezes inexistente (MCCONNELL e PETTIT, 1980).

Já o teste da teoria do ciclo financeiro da firma, desenvolvida originalmente por Berger e Udell (1998), não se aplica neste estudo na medida em que a teoria descreve as fontes de financiamento para cada perfil de tamanho das empresas. No modelo os autores propõem a existência de uma estrutura de capital para as empresas que estão na sua fase inicial (empresas muito pequenas), passando por pequenas empresas e empresas de médio porte, chegando até as grandes empresas com risco e informações conhecidas. Este estudo restringe-se somente à micro e pequenas empresa, sendo assim tal teoria não seria avaliada adequadamente.

3.8. Tratamento preliminar dos dados

O tratamento oferecido aos dados, antes da aplicação de técnicas estatísticas multivariadas, tem por objetivo alcançar resultados mais confiáveis, resultantes da maior familiaridade com as características dos dados e relações entre as variáveis (HAIR *et al.*, 2010). Nesse sentido, inicialmente avalia-se a ocorrência de dados omissos (*missing values*).

Hair *et al.* (2010) recomenda que a ocorrência de valores omissos seja verificada quanto à magnitude (extensão de ocorrência) e aleatoriedade de distribuição. Neste sentido, Malhotra (2011) recomendam que os questionários em que 10% das questões não tiverem sido respondidas, sejam eliminados. Já os questionários que apresentarem menos de 10% de valores omissos sejam mantidos na pesquisa. Nesses últimos questionários, após a identificação dos valores omissos procedeu-se a inclusão dos dados faltantes, mediante média simples das demais respostas à esta questão.

Após o tratamento dos dados faltantes, busca-se identificar a existência de *outliers* multivariados através do teste de Hadi. Modelos tradicionais para detecção de *outlier* (teste de Wilks e distância de Mahalanois) são boas opções quando os dados contêm apenas uma ocorrência deste tipo, mas o poder desses testes diminui muito quando há mais de uma observação *outlier*. Neste sentido, Hadi e Simonoff (1993) propõem uma metodologia capaz de detectar diversos *outliers* de maneira superior as metodologias tradicionais.

3.9. Técnicas de análise de dados

Para a análise dos dados coletados a partir dos dados primários levantados, utilizam-se estatísticas descritivas (univariadas), testes de hipóteses e estatísticas multivariadas, para as quais foram utilizados os *softwares* SPSS 21.0®, Amos™ e Stata SE14.

3.9.1. Estatísticas descritivas

Inicialmente, calcula-se as estatísticas descritivas das variáveis visando caracterizar a amostra e descrever o comportamento dos indivíduos em relação a cada um dos construtos pesquisados. Com o objetivo de realizar uma avaliação geral dos entrevistados calcula-se a frequência, para melhor compreender o comportamento, as opiniões e atitudes dos indivíduos

no que tange aos construtos investigados calculam-se a média, a mediana, e a desvio padrão de cada variável. A fim de verificar se haveria diferença estatística entre cada uma das categorias da dimensão demográfica, utilizam-se os testes de qui-quadrado, de diferença de média (teste t) e a análise de variância (ANOVA), as quais explica-se no próximo tópico.

3.9.2. Teste de hipóteses

Para os testes de hipóteses relativos a escalas nominais ou ordinais utiliza-se o teste do Qui quadrado. O Qui-quadrado mede a probabilidade de as diferenças encontradas em dois grupos da amostra serem devidas ao acaso, partindo do pressuposto que, não há diferenças entre tais grupos na população donde provêm. Se a probabilidade for alta pode-se concluir que não há diferença estatisticamente significativa. Se a probabilidade for baixa (particularmente menor que 5%) pode-se concluir que, por exemplo, determinado gênero (homem) é diferente do outro (mulher) no que se refere a (maior) propensão ao endividamento, de forma estatisticamente significativa.

Para as demais variáveis medidas na forma de razão, serão realizados testes t e a análise de variância (ANOVA). Utiliza-se o teste t de diferença de média quando compara-se dois grupos independentes. Para determinar se o teste t é homocedástico ou heterocedástico, aplica-se o teste para igualdade de variâncias. Para variáveis com mais de dois grupos aplica-se a análise de variância.

3.9.3. Validação dos construtos e do modelo

Com o objetivo de validar cada um dos construtos, bem como o modelo proposto, aplica-se a técnica de modelagem de equações estruturais. Trata-se de uma técnica multivariada que, ao combinar aspectos da regressão múltipla e da análise fatorial, possibilita estimar, de forma simultânea, uma série de relações de dependência (HAIR, *et al.*, 2005). Segundo Gefen *et al.* (2000), tal técnica é utilizada para estimar e testar relações causais entre variáveis, e permite ao investigador considerar simultaneamente relações entre múltiplos construtos independentes e dependentes.

Já Hoyle (1995) define a modelagem de equações estruturais (MEE) como uma abordagem estatística que tem por finalidade testar hipóteses estabelecidas a partir da relação entre variáveis latentes – conceito teorizado e não observado que pode apenas ser aproximado por variáveis observáveis – e variáveis manifestas – valor observado de um item específico obtido a partir dos respondentes. Em linha à Hoyle (1995), Kline (2004) destaca que as variáveis latentes em MEE geralmente corresponde à construções hipotéticas presumidas e não diretamente observável, tal como se propõe neste trabalho.

Hair *et al.* (2009) destaca que a modelagem de equações estruturais é baseada em relações causais, nas quais a mudança em uma variável resulta na variação de outra. Para o autor, a intensidade e convicção com que o pesquisador pode assumir causalidade entre duas variáveis não repousam nos métodos analíticos escolhidos, mas na justificação teórica fornecida para apoiar as análises.

3.9.3.1. Tamanho da amostra

Um dos pontos fundamentais para o uso da modelagem de equações estruturais é o tamanho da amostra. Embora não haja um critério único no que se refere ao tamanho amostral, várias perspectivas têm sido oferecidas. Para Landis *et al.* (2000) o tamanho mínimo amostral deve ser significativamente maior que o número de covariâncias ou correlações na matriz de entrada dos dados.

Para os autores, deve haver uma proporção mínima de 5 respondentes para cada parâmetro estimado (5:1), sendo mais adequada uma proporção de 10 respondentes por parâmetro (10:1). Segundo Hair *et al.* (2010), quando os dados violam a suposição de normalidade faz-se necessário aumentar a proporção para 15 respondentes por parâmetro (15:1). Considerando que o presente estudo apresentou uma amostra mínima de 601 indivíduos, acredita-se que não houve problemas quanto ao tamanho amostral.

3.9.3.2. Escolha do tipo de matriz de entrada

Após assentado o modelo estrutural, escolhe-se o tipo de matriz de entrada, os critérios para a estimação dos parâmetros e o processo de estimação a ser utilizado. A modelagem de

equações estruturais, por não enfatizar observações individuais, utiliza somente a matriz de variância-covariância (preserva as escalas) ou a matriz de correlação (padroniza as escalas, sem as preservar) como entrada dos dados.

Nesse estudo utiliza-se a matriz de variância-covariância dado que, segundo Folmer *et al.* (2010), esta matriz é a mais indicada para a validação de relações causais pelo fato de indicar a variância total dos construtos envolvidos no modelo. Entre os vários procedimentos para estimação da matriz de parâmetros abordados pela literatura (mínimos quadrados ordinários, mínimos quadrados generalizados, mínimos quadrados ponderados), a estimação de máxima verossimilhança destaca-se como a mais utilizada (ver por exemplo: Chou e Bentler (1995), Schumacker e Lomax (2004), Hair *et al.* (2010) e Kline (2004)).

3.9.3.3. Processos de estimação

Quanto aos processos de estimação, Hair *et al.* (2010) apontam quatro métodos mais utilizados: estimação direta, *bootstrapping*, simulação e *Jackknife*. O procedimento de *bootstrapping* é um teste que envolve o uso de várias subamostras aleatórias retiradas da amostra original, com substituição, estimando os coeficientes dos caminhos para cada amostra do *bootstrapping*, que formam uma distribuição que pode ser vista como uma aproximação da distribuição da amostra.

O processo também fornece a média e os erros-padrão para cada coeficiente dos caminhos do modelo e permite testar sua significância, indicando o valor do teste *t* (ver por exemplo: Henseler (2009) e Hair *et al.* (2010)). No presente estudo utilizou-se o processo de *bootstrapping*, estimados com tamanho amostral de 1.000, conforme sugerido por Cheung e Lau (2008).

3.9.3.4. Identificação do modelo estrutural

Após a escolha dos processos de estimação, propõe-se a forma de identificação do modelo estrutural. Na prática, para se obter um modelo identificado, entendido como aquele que apresenta graus de liberdade suficientes para estimar os parâmetros desconhecidos, é necessário que cada construto seja formado por três ou mais indicadores. Caso fossem

encontrados problemas de identificação, a literatura recomenda a adoção de algumas medidas corretivas tais como: i) fixar as variâncias de erros mensuração dos construtos; ii) fixar quaisquer coeficientes estruturais que são seguramente conhecidos e; iii) eliminar variáveis problemáticas (HAIR, *et al.*, 2009). Nesta tese utilizam-se as medidas corretivas i e iii, conforme demonstrado nas próximas seções.

3.9.3.5. Avaliação dos critérios de ajuste

Na sequência da confirmação e da identificação do modelo, procede-se a avaliação dos critérios de ajuste do mesmo. Inicialmente, verifica-se a existência de possíveis estimativas transgressoras como, por exemplo, a presença de variâncias negativas, correlações entre construtos muito próximas a 1 e erros padrão muito elevados. Após a confirmação da inexistência de estimativas transgressoras, avalia-se a qualidade de ajuste geral do modelo. Segundo Hoyle (1995), a qualidade de ajuste mede a correspondência da matriz de covariância real ou observada com aquela prevista pelo modelo proposto. Em outras palavras, a qualidade de ajuste determina o quanto o modelo de equações estruturais se ajusta aos dados da amostra (SCHUMACKER e LOMAX, 2004).

Byrne (2013) sugere a análise de diversos índices de ajustamento, de forma a avaliar a adequabilidade do modelo proposto aos dados da amostra. Nesta tese utiliza-se de índices de ajuste absolutos, os quais, segundo Hair *et al.* (2010), determinam o grau em que o modelo geral prevê a matriz de covariância ou de correlação observada, os quais são: estatística *Qui-quadrado* (χ^2), *Root Mean Squares Residual* (RMSR), *Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA), *Goodness-of-Fit Index* (GFI) e, índices de ajuste incremental, os quais comparam o modelo proposto com algum modelo de referência: *Normed Fit Index* (NFI), *Comparative Fit Index* (CFI), *Tucker-Lewis Index* (TLI).

3.9.3.5.1. Estatística χ^2 (qui-quadrado)

Para Hair *et al.* (2010), esta estatística permite avaliar a significância das diferenças entre a matriz observada (Σ) e a matriz estimada ($\Sigma\Theta$) a partir do teste da hipótese $H_0: \Sigma = \Sigma\Theta$. A rejeição da hipótese nula indica que a matriz observada e estimada não são iguais. Por outro lado, a não rejeição da hipótese nula indica que as duas matrizes não são estatisticamente

diferentes. Para os autores ao se confirmar a adequação do modelo é necessário obter um valor de χ^2 não-significativo, o qual indica que os dados se ajustam ao modelo.

Um dos problemas apresentados pela estatística χ^2 refere-se a sua sensibilidade ao tamanho amostral pois à medida que o tamanho da amostra aumenta (> 200 casos) o teste tende a apresentar resultados significativos para modelos equivalentes. De forma contrária, quando o tamanho da amostra diminui (<100), o teste tende a apresentar probabilidades não significativas. Para minimizar tal problema, alguns pesquisadores têm calculado a razão entre o valor do χ^2 e os graus de liberdade (gl) (χ^2/gl).

Segundo Byrne (2013), o qui-quadrado do modelo dividido pelos graus de liberdade é a primeira tentativa de se lidar com o problema da influência do tamanho da amostra. Para Garson (2012) esta normatização é uma tentativa de tornar o qui-quadrado do modelo menos dependente do tamanho da amostra. Carmines e McIver (1981) afirmam que a relação do qui-quadrado pelos graus de liberdade deve estar na faixa entre 2:1 e 3:1, para o modelo ser aceitável. Já Ullman (2001) descreve que um valor igual ou menor que 2 indica um bom ajuste. Já Schumacker e Lomax (2004) consideram valores até 5 como aceitáveis. Para Ullman (2001) um valor menor que 1 indica que o ajuste do modelo é pobre. Dado que não há consenso na literatura, este trabalho propôs a aceitação de um indicar aceitável entre 1 e 5.

3.9.3.5.2. *Root Mean Square Residual (RMSR)*

Este indicador corresponde à covariância residual média entre as matrizes observadas e estimadas sendo utilizado para comparar o ajuste de dois modelos diferentes elaborados a partir da mesma base de dados (ver: Schumacker e Lomax (2004) e Hooper *et al.* (2008)). Os resíduos são os valores pelos quais as variâncias e covariâncias observadas diferem das variâncias e covariâncias estimadas. Quando o ajuste do modelo é perfeito, o RMSR assume valor zero. À proporção que aumenta a discrepância média entre as covariâncias observadas e preditas aumenta, igualmente, o valor do índice. Além disso, pequenos valores indicam que os resíduos do modelo teórico são refletidos nos dados da amostra (KLINE, 2004). O índice RMSR é calculado conforme proposto por Hu e Bentler (1999).

Valores de zero a um são encontrados na literatura para identificar o RMSR, porém, segundo Van de Vijver e Leung (1997) e Hooper *et al.* (2008) modelos bem ajustados assumem valores inferiores a 0,05. Já Hair *et al.* (2010) afirmam que em amostras superiores

a 250 observações, valores menores que 0,08 são aceitáveis. Neste trabalho propôs-se a utilização deste último critério.

3.9.3.5.3. *Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA)

Segundo Garver e Mentzer (1999) o *Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA) representa a discrepância entre a matriz de covariância observada e estimada pelo grau de liberdade. Este índice difere do *Root Mean Square Residual* pelo fato da discrepância das matrizes serem mensuradas em termos da população e não da amostra usada para estimação. Valores inferiores a 0,06, conforme sugerida por Hu e Bentler (1999) e a 0,10, proposta por Steiger (2007), parece ser o consenso geral entre os autores para o RMSEA. Em geral, segundo Hooper *et al.* (2008) e Al-Refaie *et al.* (2011) um modelo bem ajustado possui limite inferior próximo a zero e o limite superior deverá ser menor que 0,05.

3.9.3.5.4. *Goodness-of Fit Index* (GFI)

Segundo Schumacker e Lomax (2004), o índice de bondade de ajustamento (*Goodness of Fit Index* - GFI) mensura a quantidade de variância e covariância da matriz observada que foi predita pela matriz estimada. Em outras palavras, representa o grau geral de ajuste, não sendo ponderada em termos dos graus de liberdade (HAIR *et al.*, 2010). De acordo com Tenenhaus *et al.* (2004), o índice possui limites entre 0 e 1, em que 1 indica um perfeito ajustamento do modelo. Por outro lado, outros autores, tais como Hu e Bentler (1999), Thompson (2004), Hooper *et al.* (2008) e Byrne (2013) sugerem valores mais restritivos para o CFI, ou seja, valores maiores que 0,95 para se considerar um modelo ajustado.

3.9.3.5.5. *Normed Fit Index* (NFI)

Segundo Kline (2004) o *Normed Fit Index* (NFI) indica a proporção em que o ajuste do modelo proposto foi melhor que o ajuste do modelo nulo. Se o NFI é igual a 0,8, por exemplo, o ajuste total do modelo do pesquisador é 80% melhor que o modelo nulo estimado com a mesma amostra. Para Hair *et al.* (2010) não existe um valor absoluto definido como aceitável, no entanto, recomenda-se que o NFI possua valores superiores a 0,9. No entanto,

outros autores sugerem valores superiores a 0,95 (Hu e Bentler (1999), Thompson (2004), Hooper et al. (2008) e Byrne (2013)). Nesta tese utiliza-se este último parâmetro.

3.9.3.5.6. *Comparative Fit Index* (CFI)

Segundo Hair *et al.* (2010), o *Comparative Fit Index* (CFI) é uma medida comparativa global entre os modelos estimado e nulo. O valor do índice indica a proporção das covariâncias observadas que podem ser explicadas pelo modelo. Tal índice varia de 0 a 1, sendo que valores superiores a 0,9 são considerados adequados (ver por exemplo: Kline (2004), Garver e Mentzer (1999) e Hair *et al.*(2010). No entanto, alguns autores consideram que valores maiores que 0,95 servem para considerar um modelo ajustado (ver por exemplo: Hu e Bentler (1999), Thompson (2004), Hooper *et al.* (2008) e Byrne (2013). Nesta tese utiliza-se este último valor como *benchmarking* a ser superado.

3.9.3.5.7. *Tucker-Lewis Index* (TLI)

Segundo Kline (2004), o *Tucker-Lewis Index* (TLI) ou *Non-Normed Fit Index* apresenta interpretação similar ao NFI incluindo uma medida de ajuste para a complexidade do modelo. O índice combina uma medida de parcimônia com um índice comparativo entre os modelos proposto e nulo, por isso essa medida pode ser empregada para comparar modelos alternativos pela substituição do modelo nulo pelo alternativo.

De acordo com Byrne (2013), devido à sua natureza não normalizada, os valores do TLI podem encontrar-se acima de 1 e assim, serem difíceis de interpretar, já Hair *et al.* (2010) sugerem que valores superiores a 0,9 são considerados satisfatórios. Por outro lado, Hu e Bentler (1999) e Hooper *et al.* (2008) apontam que os valores para o índice devem ser maiores que 0,95. Neste trabalho utiliza-se o último valor como parâmetro a ser superado.

3.9.3.6. Avaliação da significância dos coeficientes estimados

Outra medida que deve ser observada na avaliação do modelo de mensuração e do modelo estrutural diz respeito à significância dos coeficientes estimados. Para verificar se os

coeficientes ou cargas fatoriais serão significativos, a um nível de confiança de 95%, realiza-se o teste *t* dos valores obtidos. Segundo Hair *et al.* (2010), na análise fatorial confirmatória, além de observar a significância estatística dos coeficientes, é necessário observar a magnitude da carga fatorial, a qual deve ser superior a 0,5. Excluem-se do modelo as variáveis que apresentarem carga fatorial inferior a esse valor.

3.9.3.7. Avaliação da unidimensionalidade do construto

Anderson e Gerbing (1988), Garver e Mentzer (1999) e Hair *et al.* (2010) recomendam a avaliação da unidimensionalidade do construto, a qual indica o grau em que um conjunto de itens representa apenas um construto ou ainda a existência de um construto subjacente a um conjunto de itens (GARVER e MENTZER, 1999). Propôs-se a avaliação da unidimensionalidade do construto a partir da identificação dos resíduos padronizados relativos aos indicadores de cada variável latente. Resíduos padronizados com valores elevados podem indicar que os itens não são unidimensionais, ou seja, são inadequados. Nesse sentido, consideram-se unidimensionais os construtos que apresentam, para um nível de significância de 5%, resíduos padronizados inferiores a 2,58 (HAIR *et al.*, 2010).

3.9.3.8. Avaliação da confiabilidade do construto

Segundo Schumacker e Lomax (2004), a confiabilidade indica o grau de consistência interna entre os múltiplos indicadores de um construto, referindo-se, dessa forma, à extensão na qual um mesmo instrumento de medida produz resultados coerentes a partir de diversas mensurações. Para Hair *et al.* (2010), medidas mais confiáveis fornecem ao pesquisador maior segurança de que os indicadores individuais são todos consistentes em suas mensurações. Para avaliar o nível de confiabilidade dos construtos propõe-se a utilização do Alfa de Cronbach e o índice de confiabilidade. Índices de confiabilidade superiores a 0,7 têm sido considerados satisfatórios para pesquisas em geral. Já para pesquisas de natureza exploratória, valores superiores a 0,6 têm sido considerados aceitáveis (HAIR *et al.*, 2010).

Dado que o Alfa de Cronbach possa mostrar-se limitado, se considerado o número de indicadores presentes em uma escala (escalas com maior número de indicadores tendem a ser mais confiáveis), será utilizada, conforme sugestão de Hair *et al.* (2010), a variância média

extraída, como uma medida complementar de confiabilidade dos construtos. A variância extraída reflete o montante geral de variância nos indicadores oriundos do construto latente. Valores elevados de variância extraída indicam que as variáveis manifestas, efetivamente, representam as variáveis latentes. Para Hair *et al.* (2010) valores superiores a 0,60 são considerados aceitáveis.

Para Garver e Mentzer (1999), a validade convergente mede o quanto a variável latente está positivamente relacionada com as variáveis manifestas designadas para mensurar a mesma variável latente. Para testar a validade convergente propôs-se a avaliação da magnitude e a significância estatística dos coeficientes padronizados e a adequação dos índices de ajuste anteriormente detalhados.

3.9.3.9. Construção do modelo integrado

Após a aplicação das técnicas para a avaliação e validação do modelo de mensuração, propõe-se a construção e avaliação do modelo integrado, o qual agrega tanto o modelo de mensuração quanto o modelo estrutural. Esperava-se utilizar-se a estratégia de aprimoramento para a construção do modelo, em que, para cada modelo inicialmente proposto poderia ocorrer reespecificações, na busca da melhoraria do ajuste do modelo mantendo, sempre com vistas à teoria subjacente aos modelos (HAIR *et al.*, 2010). No procedimento de ajuste, propôs-se que os coeficientes de regressão não significativos fossem retirados, sendo incorporadas covariâncias não previstas inicialmente, caso houvesse suporte teórico para tal procedimento.

3.9.3.10. Avaliação do modelo integrado

Kline (2004) recomenda que a avaliação do modelo integrado seja verificada mediante a análise da significância estatística dos coeficientes de regressão, a fim de avaliar a estrutura teórica hipotetizada, e os índices de ajuste do modelo. Propôs-se que os índices de ajuste fossem os mesmos já utilizados para a validação do modelo de mensuração (Qui-quadrado, RMSR, RMSEA, GFI, CFI, NFI, TLI). Os coeficientes da regressão e suas significâncias estatísticas, avaliados através do teste *t*, indicam a força das relações causais entre os diversos construtos do modelo e permitem a confirmação ou rejeição das hipóteses de pesquisa.

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esse capítulo retrata os resultados obtidos a partir dos dados coletados durante a realização da pesquisa. O capítulo foi dividido em 5 partes, em que na primeira seção apresenta-se o perfil dos empresários e das empresas que participaram da pesquisa, na segunda seção expõe-se a validação dos construtos, e, na sequência a confiabilidade dos mesmos. Posteriormente, se tem a validação do modelo proposto para o estudo e, por fim, uma síntese dos principais resultados evidenciados na pesquisa.

Para a coleta de dados, adotou-se a amostragem estratificada através da metade norte e sul do Rio Grande do Sul, bem como da região metropolitana de Porto Alegre. O levantamento dos dados iniciou no dia 1º do mês de agosto de 2014 e estendeu-se até o dia 22 de setembro deste mesmo ano, sendo distribuídos e retornados 625 instrumentos de pesquisa. Além do questionário aplicado de forma aleatória, solicitou-se a assinatura do termo de consentimento livre e esclarecido, ficando o respondente com uma das vias. As análises referentes a esses dados são apresentadas nas seções a seguir.

4.1. Perfil da amostra

Neste trabalho, foram aplicados 625 instrumentos de pesquisa em três macrorregiões (norte e sul do Rio Grande do Sul e região metropolitana de Porto Alegre), conforme a distribuição apresentada na Tabela 13.

Tabela 13: Distribuição da amostra por estratos

Região	Respondentes
Região Metropolitana de Porto Alegre	267
Região Sul	209
Região Norte	149
Total	625

Fonte: dados da pesquisa

Na Tabela 13, verifica-se que a amostra mínima total (601 instrumentos de pesquisa) foi atingida, sendo 625 empresários participaram do levantamento. Embora a macrorregião norte tenha apresentado o menor número de respondentes (149 empresários), ela apresentou

maior número de cidades pesquisadas: Ajuricaba, Augusto Pestana, Bento Gonçalves, Colorado, Cruz Alta, Ibirubá, Ijuí, Saldanha Marinho, Santa Cruz do Sul, São Luiz Gonzaga e Venâncio Aires.

Por outro lado, na macrorregião sul, do Estado do Rio Grande do Sul, obteve-se 209 respondentes em quatro cidades: Pelotas, Santa Maria, Santiago e São Pedro do Sul. Por fim, na região metropolitana de Porto Alegre, foram pesquisados 267 empresários da capital gaúcha. No total, obteve-se 625 questionários válidos provenientes de 16 diferentes cidades do Estado do Rio Grande do Sul. Após a coleta, digitação e conferência dos dados fizeram-se a identificação e eliminação dos *outliers* multivariados, conforme apresentado na próxima seção.

4.1.1. Identificação de observações *outliers*

Segundo Hair *et al.* (2010), uma análise cuidadosa de dados leva a uma avaliação mais precisa de dimensionalidade, já que, por exemplo, observações atípicas, ou respostas extremas, podem influenciar excessivamente o resultado de qualquer análise multivariada. De acordo com Ben-Gal (2005), uma das primeiras etapas para a realização de uma análise coerente dos dados, é a detecção de observações *outliers*. Segundo o autor, a existência desse tipo de dado adverso pode levar à má especificação de modelos, à estimação tendenciosa de parâmetros, bem como a resultados e análises incorretas.

Nesse sentido, Hawkins (1980) define um *outlier* como uma observação divergente das outras, a qual pode levantar suspeita de que fora gerada por um mecanismo diferente das demais observações. Já Barnett e Lewis (1994) indicam que uma observação *outlier*, ou aberrante, é aquela que parece desviar-se a partir dos outros membros da amostra a qual faz parte. Johnson e Wichern (1992) define um valor aberrante como uma observação que parece ser inconsistente com o resto do conjunto de dados.

Com o desejo de identificar a existência de observações atípicas, nos dados da pesquisa, verifica-se a existência de *outliers* multivariados através do teste de Hadi. Modelos tradicionais para detecção de observações extravagantes (teste de Wilks e distância de Mahalanobis) são boas opções quando os dados contêm apenas um *outlier*, mas o poder desses testes diminui muito quando há mais de uma observação anormal.

Neste sentido, Hadi e Simonoff (1993) propõem uma metodologia capaz de detectar diversos *outliers* de maneira superior às metodologias tradicionais. Os resultados do teste de Hadi são demonstrados na Figura 6.

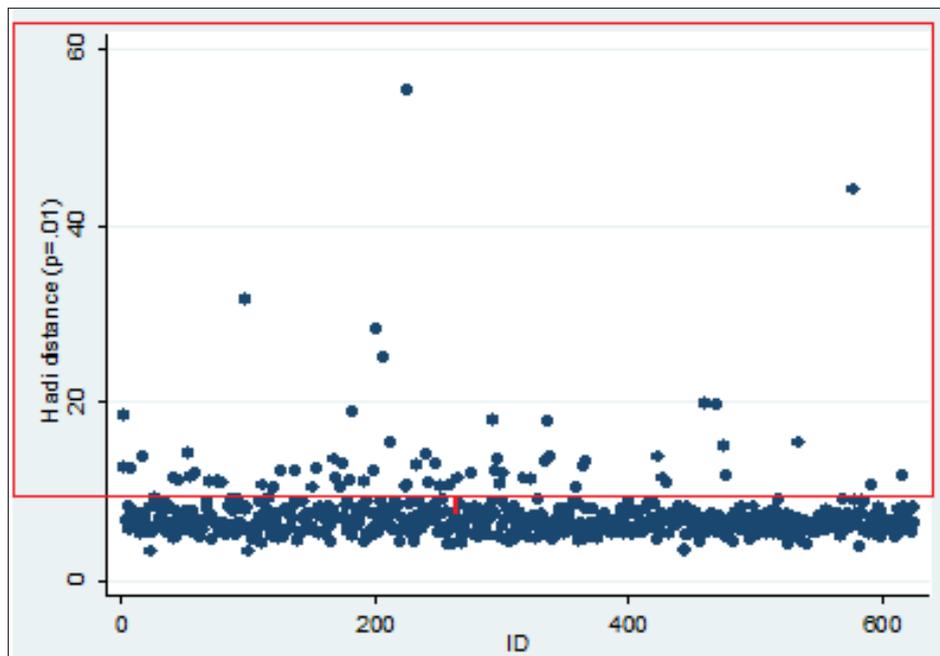


Figura 6: *Outliers* multivariados evidenciados através da distância de Hadi

Observa-se na Figura 6 que foram encontradas 79 observações *outliers* multivariados em que tais casos apresentaram valor para o teste de distância de Hadi superior a 10. Considerando esse levantamento, optou-se por eliminar tais observações da pesquisa, obtendo um novo número de dados, composto de 546 observações válidas. Após a eliminação dos *outliers*, iniciou-se a fase de análise dos dados, a partir da descrição do perfil dos empreendedores e das firmas pesquisadas.

4.1.2. Perfil dos empreendedores e das firmas pesquisadas

O objeto de estudo deste trabalho são os empreendedores de micro e pequenas empresas gaúchas, os quais são responsáveis pelas decisões financeiras de suas organizações. A Tabela 14 resume o perfil dos entrevistados.

Tabela 14: Perfil dos empreendedores, segundo as variáveis gênero, estado civil, escolaridade, tipo de graduação e idade

Variável	Categoria	Frequência	Proporção	Qui Quadrado Sig.
Gênero	Masculino	340	62,27%	0,000**
	Feminino	206	37,73%	
Estado Civil	Casado(a)	282	51,65%	0,000
	Solteiro(a)	84	15,38%	
	Separado(a)	47	8,61%	
	União estável	119	21,79%	
	Viúvo(a)	14	2,56%	
Escolaridade	Ensino Fundamental	99	18,13%	0,000
	Ensino Médio	319	58,42%	
	Ensino Superior	101	18,50%	
	Pós Graduação	27	4,95%	
Tipo de Graduação	Área de Administração*	41	32,03%	0,036**
	Demais Cursos	87	67,97%	
Idade	de 18 à 25 anos	31	5,68%	0,000
	de 26 à 30 anos	58	10,62%	
	de 31 à 35 anos	81	14,84%	
	de 36 à 40 anos	85	15,57%	
	de 41 à 45 anos	60	10,99%	
	de 46 à 50 anos	90	16,48%	
	de 51 à 55 anos	72	13,19%	
	acima de 55 anos	69	12,64%	

*Inclui o Curso de Ciências Contábeis, conforme a Tabela de Áreas do Conhecimento disponível em Capes (2012); ***p*-valor do teste binomial. Fonte: dados da pesquisa

Conforme evidenciado na Tabela 14, o perfil dos respondentes dessa pesquisa é formado, em sua maioria, por homens (62,27%) de até 45 anos (57,69%), casados (51,65%) e com ensino médio (58,42%). A idade dos pesquisados varia entre 18 e 72 anos, em que a média e mediana foram, respectivamente, 42,48 e 43,00 anos. Apesar da maioria dos pesquisados ter afirmado ter o ensino médio, 23,44% dos empreendedores são graduados ou pós-graduados e 32,03% destes têm sua formação vinculada à área de conhecimento de Administração. Na Tabela 15, é apresentado o perfil comportamental do empreendedor, em que se observa o motivo de empreender e a sua disposição para assumir risco no negócio.

Tabela 15: Perfil comportamental do empreendedor, segundo as variáveis motivo de empreender e disposição para assumir riscos

Variável	Categoria	Frequência	Proporção	Qui Quadrado Sig.
Motivo de empreender	Porque necessitava de renda	171	31,32%	0,000*
	Porque percebeu uma oportunidade	375	68,68%	
Disposição para assumir riscos	Nenhum risco	157	28,75%	0,000
	Pouco risco	238	43,59%	
	Nem pouco nem muito risco	107	19,60%	
	Muito risco	23	4,21%	
	O máximo possível	21	3,85%	

**p*-valor do teste binomial. Fonte: dados da pesquisa

Na Tabela 15, observa-se que, dentre os pesquisados, o principal motivo por ter iniciado seu negócio foi a identificação de oportunidades (68,68%), apesar desse aparente perfil empreendedor, a grande maioria (72,34%) dos entrevistados respondeu que estão dispostos a assumir pouco ou nenhum risco no seu empreendimento, denotando um perfil conservador. Na Tabela 16 apresentam-se duas questões relativas à participação da família.

Tabela 16: Número de familiares em atividade na empresa

Variável	Categoria	Frequência	Proporção	Qui Quadrado Sig
Empresa familiar?	Sim	294	53,85%	0,079
	Não	252	46,15%	
Número de familiares em atividade na empresa	Nenhum familiar	267	48,90%	0,000
	1 familiar	44	8,06%	
	2 familiares	115	21,06%	
	3 familiares	72	13,19%	
	4 familiares	28	5,13%	
	Acima de 4 familiares	20	3,66%	

**p*-valor do teste binomial. Fonte: dados da pesquisa

Observa-se, na Tabela 16, que 53,85% dos pesquisados afirmam que sua empresa é familiar. Embora a proporção observada seja superior para essa categoria, não se pode rejeitar a hipótese nula do teste de qui-quadrado, ao nível de significância de 5%, denotando que, para a amostra selecionada, não há diferença estatística entre as categorias.

Percebe-se, ainda, que 252 empresários afirmam que seu empreendimento não é familiar. Por outro lado, 267 afirmam que não há nenhum familiar em atividade na firma, indicando que para alguns empresários a percepção de empresa familiar não é associada ao emprego de parentes na firma. Visando analisar as características das empresas, avaliam-se quatro dimensões. Na Tabela 17, são apresentados os resultados referentes ao tempo de atuação da empresa, sua área de atuação e o número de empregados e a idade da firma.

Tabela 17: Tempo, área de atuação e número de empregados das firmas

Variável	Categoria	Frequência	Proporção	Qui Quadrado Sig
Tempo de atuação da empresa	Até 3 anos	81	14,84%	0,002
	De 3 à 6 anos	79	14,47%	
	De 7 à 9 anos	82	15,02%	
	De 10 à 12 anos	88	16,12%	
	De 13 à 15 anos	74	13,55%	
	De 16 à 18 anos	45	8,24%	
	Acima de 18 anos	97	17,77%	
Ramo de atuação	Varejo	332	60,81%	0,000
	Serviços	178	32,60%	
	Indústria	31	5,68%	
	Construção Civil	5	0,92%	

Tabela 17 (continuação)

Número de empregados	Nenhum funcionário em tempo integral	93	17,03%	0,000
	De 1 à 3 funcionários em tempo integral	264	48,35%	
	De 4 à 6 funcionários em tempo integral	119	21,79%	
	De 7 à 9 funcionários em tempo integral	37	6,78%	
	De 10 à 12 funcionários em tempo integral	19	3,48%	
	De 13 à 15 funcionários em tempo integral	7	1,83%	
	Acima de 15 funcionários em tempo integral	7	0,73%	
Idade da firma*	Infância (0-2 anos de idade)	81	14,84%	0,000
	Adolescência (3-4 anos de idade)	52	9,52%	
	Meia-idade (5-24 anos de idade)	383	70,15%	
	Velhice (25 ou mais anos)	30	5,49%	

*Segmentado pelo padrão adotado por Berger e Udell (1998). Fonte: dados da pesquisa.

Evidencia-se, na Tabela 17, que 60,44% das empresas investigadas têm até 12 anos de idade, sendo o tempo médio de existência das empresas é de 11,05 anos. Nesse trabalho observa-se que a idade média das empresas avaliadas é superior à idade das empresas brasileiras. Segundo o IBPT (2013), o tempo médio de atuação das empresas brasileiras, em 2012, era 8,7 anos, em que 25,49% tem até dois anos de atividade.

Na amostra avaliada, observa-se, ainda que 14,84% das empresas são estreantes e têm entre zero e dois anos de idade. Neste sentido, alguns autores, tais como Berger e Udell (1998), Mac an Bhaird e Lucey (2010) e Sánchez-Vidal e Martín-Ugedo (2012), categorizam tais empresas na sua fase inicial de desenvolvimento (fase um, ou infância). Por outro lado, observa-se que a empresa com maior tempo em atividade tem 110 anos, observação atípica já que somente 149, das 12,9 milhões empresas brasileiras, têm mais de 100 anos de idade, conforme aponta IBPT (2013).

Utilizando a classificação proposta por Berger e Udell (1998), observa-se que 14,84% das empresas encontram-se na idade infantil (0-2 anos), assim como 9,52% encontram-se na adolescência (3-4 anos). Destaca-se que a grande maioria (70,15%) encontra-se na meia-idade (5-24 anos) e 5,49% encontra-se na velhice (25 ou mais anos).

No que se refere ao ramo de atuação constata-se que a maioria das empresas investigadas (93,41%) exerce suas atividades no ramo de varejo ou serviços, resultado superior à média nacional (85,98%) e à média do Estado do Rio Grande do Sul (81,92%), conforme apontam IBGE (2013b) e IBGE (2012), respectivamente.

No que tange ao número de funcionários evidencia-se que a maioria (65,38%) das empresas analisadas tem até três funcionários, assim como 17,03% não apresenta funcionário executando suas atividades em tempo integral. Por outro lado, 93,96% das empresas inquiridas se declararam micro e pequenas empresas e 6,04% são consideradas pequenas

empresas, conforme critério estabelecido pelo SEBRAE. Esse resultado é superior à média brasileira, em que, considerando-se somente micro e pequenas empresas, 89,99% são micro e 10,01% são pequenas empresas, conforme aponta IBGE (2012). Na Tabela 18, é demonstrada a performance das empresas analisadas.

Tabela 18: Lucratividade, variação da participação de mercado e expectativa de crescimento das empresas

Variável	Categoria	Frequência	Proporção	Sig*
Lucratividade	Não obteve lucro em nenhum dos últimos três anos	44	8,06%	0,000
	Obteve lucro somente em um dos últimos três anos	57	10,44%	
	Obteve lucro em dois dos últimos três anos	73	13,37%	
	Obteve lucro em todos os três anos	372	68,13%	
Variação da lucratividade	A lucratividade decaiu significativamente nestes três anos	15	2,75%	0,000
	A lucratividade decaiu um pouco nestes três anos	61	11,17%	
	A lucratividade manteve-se igual nestes três anos	186	34,07%	
	A lucratividade aumentou um pouco nestes três anos	208	38,10%	
	A lucratividade aumentou significativamente nestes três anos	76	13,91%	
Variação da Participação de mercado	Decaiu significativamente nos últimos três anos	16	2,93%	0,000
	Decaiu um pouco nos últimos três anos	40	7,33%	
	Manteve-se igual nos últimos três anos	188	34,43%	
	Aumentou um pouco nos últimos três anos	214	39,19%	
	Aumentou significativamente nos últimos três anos	88	16,12%	
Expectativa de crescimento	Decrescer muito abaixo da média do mercado	2	0,37%	0,000
	Decrescer abaixo da média do mercado	19	3,48%	
	Crescer igual ao mercado	396	72,53%	
	Crescer acima da média do mercado	114	20,88%	
	Crescer muito acima da média do mercado	15	2,74%	

*Significância do teste de qui-quadrado. Fonte: dados da pesquisa

Nota-se na, Tabela 18, que a maioria dos empresários investigados (91,94%) alega que a sua empresa obteve lucro em pelo menos um dos últimos três anos, sendo que 68,13% dos entrevistados informam que sua empresa obteve lucro em todo esse período. Ademais, 52,01% dos empreendedores declara que a lucratividade de sua firma aumentou, embora 38,10% dos proprietários-gerentes tenham afirmado que a lucratividade aumentou somente um pouco nos últimos três anos.

No que se refere à percepção de participação de mercado, 55,31% dos inquiridos alegam um aumento no período de três anos. Apesar disso, a expectativa de crescimento permanece neutra, já que 72,53% dos entrevistados declaram que sua empresa crescerá igual ao mercado nos próximos períodos.

Na Tabela 19, apresenta-se o crescimento das firmas entre os anos de 2013 e 2014, bem como o estágio do ciclo de vida das firmas participantes da pesquisa. Porém, antes de

descrever esse aspecto, se faz necessário explicar o processo de criação da variável estágio do ciclo de vida da firma e da variável crescimento observado.

Neste trabalho, utiliza-se da análise de cluster para a criação do estágio do ciclo de vida da firma, dada a sua ampla aplicação em trabalhos empíricos (por exemplo: Smith *et al.* (1985), Hanks e Chandler (1994), Gupta e Chin (1994), Rebelo (2003), La Rocca *et al.* (2011) e Alves (2013)), optando-se pela criação de cinco estágios. Ademais, o uso da idade, por exemplo, para segmentar o estágio de desenvolvimento das firmas é criticado por diversos autores, tais como: Miller e Friesen (1984), Mintzberg (1984) e Churchill e Lewis (1983). Miller e Friesen (1984), por exemplo, destacam que as empresas podem não passar por algumas fases e até recuarem no ciclo, denotando que a idade da firma não é um fator de análise mais indicado neste tipo de ocorrência.

A escolha do número de fases baseia-se no modelo teórico criado por Weston e Brigham (1970), os quais estabelecem cinco estágios acrescidos da fase planejamento (não operacional) das firmas. Nesse sentido, Miller e Friesen (1984) propõem cinco fases do ciclo de vida das firmas: nascimento, crescimento, maturidade, renascimento e declínio. Igualmente, diversos trabalhos empíricos estabelecem esse número como padrão para o estudo do desenvolvimento das firmas (por exemplo: Greiner (1972), Gaibraith (1982), Churchill e Lewis (1983), Miller e Friesen (1984), Scott e Bruce (1987) e Alves (2013)).

No processo de análise de cluster utilizaram-se duas variáveis: lucratividade (questão 10) e crescimento observado entre os anos de 2013 e 2014 (variação percentual do número de funcionários em tempo parcial e integral, nesse período, observado na questão 8), já que autores como Rebelo (2003) e Alves (2013), utilizaram-nas para o estabelecimento de clusters associados às fases de ciclo de vida das firmas.

Assim, nesta tese, associam-se os conceitos de crescimento e de desenvolvimento para a definição de fase de ciclo de vida, tal como propõem: Gaibraith (1982), Churchill e Lewis (1983), Quinn e Cameron, (1983), Mintzberg (1984), Scott e Bruce (1987), Kazanjian (1988), Kazanjian e Drazin, (1989), Van de Ven e Poole (1995) Rebelo (2003) e Alves (2013).

Calcula-se a variável crescimento pela variação percentual do número de funcionários em tempo parcial e integral, entre 2013 e 2014. Após a elaboração da variável crescimento observado, procede-se por sua segmentação mediante quatro categorias, em razão da variável lucratividade (questão 10) apresentar quatro opções de escolha ao respondente.

A segmentação dá-se pelo estabelecimento de quatro quartis² da série de dados observados. Na análise de cluster, opta-se pela análise de agrupamentos hierárquicos, em que utiliza-se o método de agrupamento denominado vizinho mais próximo. Mede-se os intervalos pela distância euclidiana quadrática. Esse procedimento é inspirado no trabalho de Rebelo (2003), a qual segmenta os clusters para explicar o desenvolvimento das firmas e sua influência na sua estrutura de capital. Na Tabela 19, são apresentadas a proporção e a frequência observada da variável estágio do ciclo de vida da firma.

Tabela 19: Proporção e frequência observada das variáveis Estágio do Ciclo de Vida da Firma e Crescimento observado

Variável	Categoria	Frequência	Proporção	Sig*
Estágio do Ciclo de Vida da Firma	Nascimento (fase 1)	96	17,58%	0,000
	Crescimento (fase 2)	45	8,24%	
	Maturidade (fase 3)	304	55,68%	
	Renascimento (fase 4)	28	5,13%	
	Declínio (fase 5)	73	13,37%	
Crescimento observado	Decréscimo (entre -100% até 0% de crescimento)	59	10,80%	0,000
	Crescimento nulo (0% de crescimento)	240	43,96%	
	Crescimento (entre 0% até 100% de crescimento)	112	20,51%	
	Alto crescimento (crescimento de 100% ou mais)	135	24,73%	

*Significância do teste de qui-quadrado. Fonte: dados da pesquisa

Nota-se na Tabela 19 que o Estágio do Ciclo de Vida com maior número de empresas classificadas é o estágio de maturidade (55,68% da amostra). Por outro lado, 141 empresas classificam-se nos dois estágios iniciais de crescimento (25,82% da amostra). Além disso, 101 empresas identificam-se nos dois estágios de declínio (18,50% da amostra).

Observa-se ainda que a grande maioria das firmas (43,96% da amostra) não apresenta crescimento no número de trabalhadores no período de 2013 e 2014. Salienta-se que a média de crescimento das firmas é de 27,94%, havendo uma variação de -100% até 700%, em que somente seis observações apresentam crescimento superior a 100% no período. Na sequência busca-se avaliar a percepção dos empresários perante o relacionamento bancário. Na Tabela 20 é demonstrada a percepção do relacionamento bancário e o tempo de interação com os bancos das firmas investigadas.

² Na estatística descritiva, um quartil é qualquer um dos três valores que divide o conjunto ordenado de dados em quatro partes iguais, e assim cada parte representa 1/4 da amostra ou população.

Tabela 20: Relacionamento bancário e tempo de interação com os bancos das firmas investigadas

Variável	Categoria	Frequência	Proporção	Qui Quadrado Sig.
Relacionamento com os bancos	Péssimo	0	0,00%	0,000
	Ruim	16	2,93%	
	Indiferente	99	18,13%	
	Bom	270	49,45%	
	Ótimo	161	29,49%	
Tempo de interação com o banco	Até 3 anos	103	18,86%	0,000
	De 3 à 6 anos	109	19,96%	
	De 7 à 9 anos	119	21,79%	
	De 10 à 12 anos	81	14,84%	
	De 13 à 15 anos	54	9,89%	
	De 16 à 18 anos	30	5,49%	
	De 18 à 20 anos	24	4,40%	
	Acima de 20 anos	26	4,76%	

Fonte: dados da pesquisa

Destaca-se, na Tabela 20, que 78,94% dos proprietários-gerentes afirmam que o relacionamento de sua empresa junto aos bancos é bom (49,45%) ou ótimo (29,49%). Do total, 21,79% afirmam que sua empresa interage com os bancos há entre sete e nove anos, implicando na possibilidade de criação de um relacionamento bancário satisfatório à sua organização. Ainda na dimensão relacionamento bancário, a Tabela 21 apresenta os principais serviços bancários utilizados pelas firmas e a importância dos ativos na obtenção de empréstimos bancários.

Tabela 21: Serviços bancários utilizados e a importância dos ativos das firmas na obtenção de empréstimos bancários

Variável	Categoria	Frequência*	Proporção	Sig**
Serviços bancários utilizados	Depósitos/Compensação de cheques	479	87,73%*	0,000
	Empréstimos de capital de giro	200	36,63%*	
	Antecipação de cartão de crédito	183	33,52%*	
	Antecipação de duplicatas e cheques	149	27,29%*	
	Empréstimos para ampliações	94	17,22%*	
	Investimentos	84	15,38%*	
	Aquisição de seguros	74	13,55%*	
Importância dos ativos na obtenção de empréstimos bancários	Leasing	7	1,28%*	0,000
	Nada importante	64	11,72%	
	Pouco importante	117	21,43%	
	Nem pouco nem muito importante	115	21,06%	
	Muito importante	169	30,95%	
	Extremamente importante	81	14,84%	

* A frequência observada é superior ao número de respondentes, já que foi dada a opção ao respondente de escolher livremente os serviços bancários utilizados. **Significância do qui-quadrado. Fonte: dados da pesquisa

Nota-se na, Tabela 21, que os principais serviços bancários utilizados pelos micro e pequenos empresários investigados são: depósitos/compensação de cheques (87,73% da

amostra), empréstimos de capital de giro (36,63% da amostra), antecipação de cartão de crédito (33,52% da amostra) e antecipação de duplicatas e cheques (27,29% da amostra). Por outro lado, quando perguntados sobre a importância dos ativos na obtenção de empréstimos, 30,95% dos respondentes alegam ser muito importante e outros 14,84% alegam ser extremamente importante. Na Tabela 22, busca-se avaliar a existência de dificuldade no acesso ao crédito bancário, bem como seus principais motivos.

Tabela 22: Dificuldade no acesso da empresa em obter financiamento bancário e seus principais motivos

Variável	Categoria	Frequência	Proporção	Sig
Dificuldade da empresa em obter financiamento bancário	Sim	102	18,68%	0,000*
	Não	444	81,32%	
Motivos para a não obtenção de empréstimos bancário	A empresa é muito pequena	58	56,86%	0,000**
	Falta de histórico bancário	25	24,51%	
	Desconfiança por parte dos bancos	23	22,55%	
	Falta de garantia	23	22,55%	
	Documentação insuficiente	14	13,73%	
	Falta de contatos adequados	10	9,80%	
	Não entendimento do negócio	8	7,84%	
Falta de apoio da família	1	0,98%		

*Significância do teste binomial; **Significância do teste de qui-quadrado. Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se que a maioria dos participantes da pesquisa (81,32%) alega que a empresa não tem dificuldade em obter financiamento bancário. Apesar da pequena proporção dos respondentes (18,68%) afirmarem que tem dificuldade em acessar ao crédito, busca-se avaliar os principais motivos. Constata-se que o tamanho da firma é o principal limitador para a obtenção de crédito, em visto que 56,86% dos entrevistados com dificuldade no acesso ao crédito informam que sua empresa é pequena demais para consegui-lo.

Para a caracterização da estrutura de capital das firmas questiona-se os empresários quanto aos montantes financeiros relativos às contas de total dos ativos e total de dívidas. Na Tabela 23 demonstra-se o total de ativos e de dívidas e a estrutura de capital.

Tabela 23: Total de ativos, total de dívidas e endividamento total das firmas

Variável	Categoria	Frequência	Proporção	Qui Quadrado Sig
Total dos ativos	Até R\$ 30.000,00	70	12,82%	0,002
	De R\$ 30.000,01 à R\$ 60.000,00	94	17,22%	
	De R\$ 60.000,01 à R\$ 90.000,00	74	13,55%	
	De R\$ 90.000,01 à R\$ 120.000,00	56	10,26%	
	De R\$ 120.000,01 à R\$ 150.000,00	45	8,24%	
	De R\$ 150.000,01 à R\$ 180.000,00	38	6,96%	
	De R\$ 180.000,01 à R\$ 210.000,00	73	13,37%	
	Acima de R\$ 210.000,00	96	17,58%	

Tabela 23 (continuação)

Total de dívidas	Até R\$ 30.000,00	417	76,37%	0,000
	De R\$ 30.000,01 à R\$ 60.000,00	60	10,99%	
	De R\$ 60.000,01 à R\$ 90.000,00	31	5,68%	
	De R\$ 90.000,01 à R\$ 120.000,00	8	1,47%	
	De R\$ 120.000,01 à R\$ 150.000,00	4	0,73%	
	De R\$ 150.000,01 à R\$ 180.000,00	7	1,28%	
	De R\$ 180.000,01 à R\$ 210.000,00	9	1,65%	
	Acima de R\$ 210.000,00	10	1,83%	
Estrutura de capital das firmas	De 0% até 10% do ativo total	150	27,47%	0,000
	De 11% até 20% do ativo total	172	31,50%	
	De 21% até 30% do ativo total	96	17,58%	
	De 31% até 40% do ativo total	54	9,89%	
	De 41% até 50% do ativo total	38	6,96%	
	De 51% até 60% do ativo total	7	1,28%	
	De 61% até 70% do ativo total	4	0,73%	
	Acima de 70% do ativo total	25	4,59%	

Fonte: dados da pesquisa

Na Tabela 23, apresenta-se o total de ativos, dimensionados pela questão 73 do instrumento de pesquisa, o total de dívidas, mensuradas pela questão 76 e a estrutura de capital das firmas, dimensionada pelo quociente do total de dívidas pelo ativo total. Observa-se, ainda, que 53,85% das empresas analisadas têm até R\$ 120.000,00 de ativos. Por outro lado, 76,37% dos empreendimentos investigados têm até R\$ 30.000,00 em dívidas.

Além disso, percebe-se também que 58,97% das firmas apresentam até 20% de endividamento total, denotando certa aversão a dívida dos proprietários-gerentes participantes da pesquisa. Igualmente, a estrutura de capital (medida pelo endividamento total) varia entre 0,50% e 342,85%, sendo que o endividamento médio das empresas analisadas é de 25,22% do total dos ativos. Salienta-se ainda que dentre as 546 empresas investigadas, 15 empreendimentos (2,74%) apresentam endividamento superior a 100% dos ativos. Na Tabela 24, demonstram-se as estatísticas descritivas da estrutura de capital das firmas analisadas.

Tabela 24: Estatísticas descritivas do ativo total, do total de dívidas e da estrutura de capital das firmas analisadas

Variável	Mín.	Máximo	Média	Mediana	Moda	σ^{***}	Assimetria	Curtose
Total de ativos*	10.000	5.000.000	215.705	105.000	65.000	444.154	6,59	56,79
Total de dívidas*	5.000	1.176.686	35.919	10.000	5.000	82.537	9,30	114,65
Estrutura de capital**	0,50%	342,86%	25,23%	18,00%	15,00%	34,17%	5,67	42,80

* Total de ativos e de dívidas descrito em reais (R\$). ** Estrutura de capital medida pela razão entre o total de dívidas e o total de ativos. ***Desvio Padrão. Fonte: dados da pesquisa

Evidencia-se, na Tabela 24, que o total de ativos das empresas participantes da pesquisa varia entre dez mil e cinco milhões de reais, em que a média do total dos ativos é R\$

215.705, sendo que 25 empresas (4,57% da amostra) têm seus ativos superiores à R\$ 1 milhão. Destaca-se ainda que as empresas inquiridas apresentam elevado desvio padrão (R\$ 444.154), assim como elevada assimetria (6,59) e elevado excesso de curtose (56,79).

Por outro lado, o volume total de dívidas varia entre menos de R\$ 5.000,00 e até R\$ 1.176.686,00, e a média é de R\$ 35.918,84. É possível destacar ainda uma mediana é relativamente baixa (R\$ 10.000,00), denotando que parte dos empresários apresenta certa aversão a dívida. Por outro lado, a estrutura de capital das firmas apresenta elevado desvio padrão (R\$ 82.537), elevada assimetria à direita (9,30) e elevado excesso de curtose (114,65), tornando os dados com características leptocúrticas, conforme pode ser observado na Figura 7.

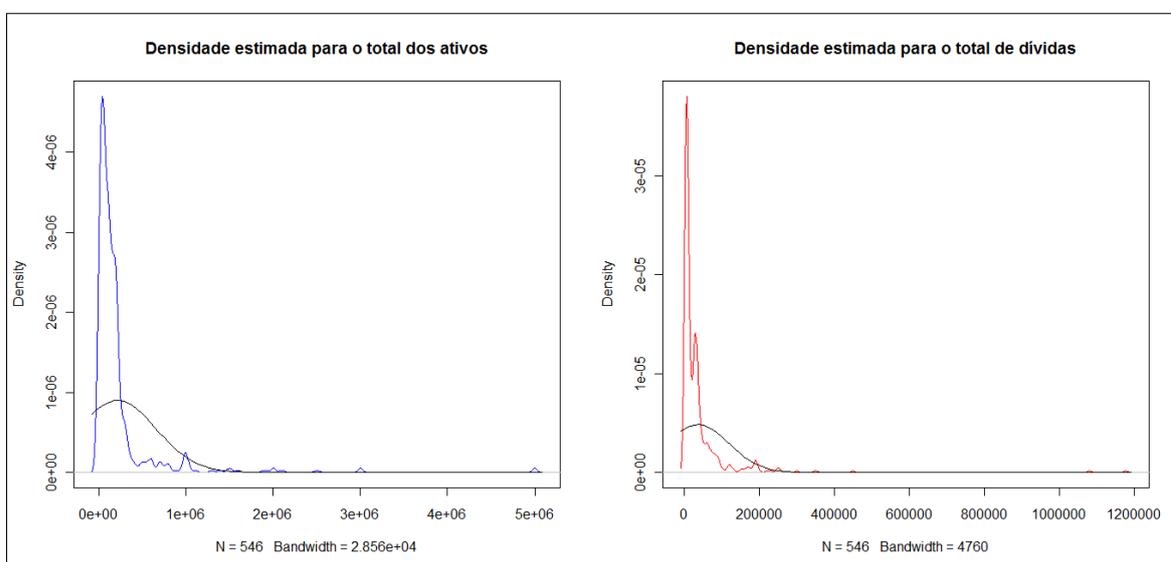


Figura 7: Gráficos de densidade estimada acompanhado da curva normal do total dos ativos e do total das dívidas. Fonte: elaboração Própria

Nota-se, na esquerda da Figura 7, que a densidade estimada do total dos ativos, apresenta elevado excesso de curtose (linha azul), não aderindo à distribuição normal esperada para a média (215.700) e desvio padrão (444.154) dos dados. Ademais, à direita da referida figura, observa-se que o total de dívidas apresenta a mesma característica leptocúrtica (linha vermelha), não aderindo à distribuição normal esperada para a média (35.920) e desvio padrão (82.537). Na Figura 8, apresenta-se a densidade, a curva normal, a curva gamma e o *box-plot* da estrutura de capital das empresas investigadas na amostra.

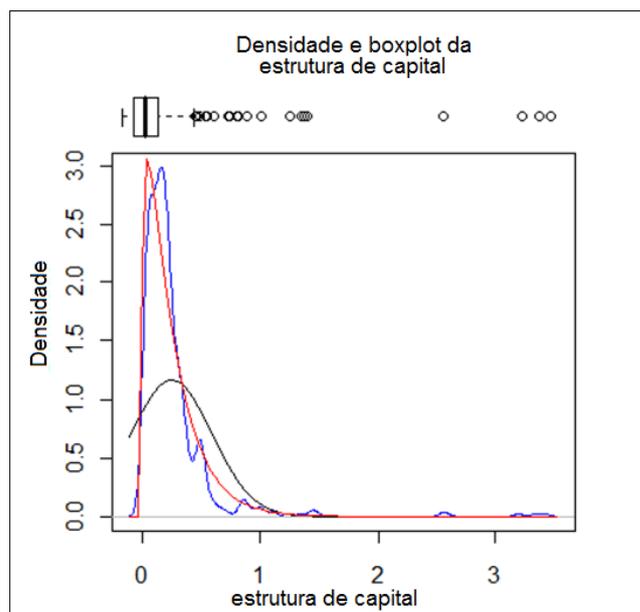


Figura 8: Densidade, curva normal, curva gamma e *box-plot* da estrutura de capital
Fonte: elaboração Própria

A Figura 8 mostra que a estrutura de capital, medida pelo endividamento total das empresas participantes da pesquisa (linha azul) apresenta características leptocúrticas, com elevado excesso de curtose (42,74), assim como elevada assimetria à direita (5,67), especialmente pela existência de observações extravagantes (com endividamento superior à 200% dos ativos, por exemplo).

Na parte superior da figura é observado o *boxplot* da variável, em que se observa a existência de *outliers* que destoam da amostra, denotando que os dados não aderem à distribuição normal. Na mesma figura observa-se que a distribuição dos dados aproxima-se da distribuição *gamma* estimada para a média (0,2522) e desvio padrão (0,3419) observado. Na Tabela 25, demonstram-se as transformações realizadas para o teste de aderência à distribuição normal dos dados observados na estrutura de capital das firmas.

Tabela 25: Transformações da estrutura de capital, medida pelo endividamento total, e sua significância para a aderência dos dados à distribuição normal

Transformação	Fórmula	Significância*.
Cúbica	(Endividamento Total) ³	0,000
Quadrática	(Endividamento Total) ²	0,000
Identidade	Endividamento Total	0,000
Raiz Quadrada	(Endividamento Total) ^{0,5}	0,000
Logarítmica	log(Endividamento Total)	0,282
Inversa da raiz quadrada	1/[(Endividamento Total) ^{0,5}]	0,000
Inversa	1/Endividamento Total	0,000
Inversa Quadrática	1/(Endividamento Total ²)	0,000
Inversa Cúbica	1/(Endividamento Total ³)	0,000

*Significância do teste de qui-quadrado. Fonte: dados da pesquisa

Com o desejo de se testar possíveis transformações dos dados da estrutura de capital para a sua aderência à distribuição normal, calcularam-se nove transformações. Nota-se, na Tabela 25, que a única transformação realizada, a qual aponta aderência à distribuição normal, é a logarítmica. Os resultados dessa transformação são apresentados na Figura 9.

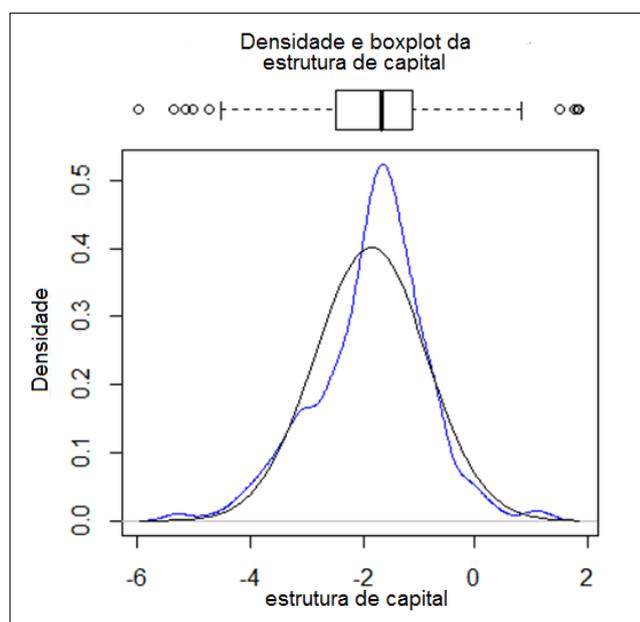


Figura 9: Densidade, curva normal e box-plot do logaritmo da estrutura de capital
Fonte: elaboração própria

É possível verificar, na Figura 9, que os dados do logaritmo do endividamento total (linha azul) apresentam características próximas à distribuição normal. Observa-se, ainda, a existência de observações outliers, como aponta o boxplot na parte superior da figura.

4.1.3. Estatística descritiva das variáveis das escalas comportamentais

Após a análise do perfil dos participantes e de suas empresas, busca-se avaliar as estatísticas descritivas das variáveis das escalas comportamentais (Otimismo, Senso de Controle, Disposição para ser Transparente, Disposição para Divulgar Informações, Atitude em Direção à Dívida, Tolerância ao Risco e Excesso de Confiança). Na Tabela 26 apresentam-se as estatísticas descritivas da escala de Otimismo.

Tabela 26: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Otimismo

Variável	Média	Mediana	Desv. Pad.	Frequência observada para cada alternativa*				
				1	2	3	4	5
22. Diante de dificuldade, acho que tudo vai dar certo.	3,861	4,000	0,987	24	32	69	292	129
23. Para mim é fácil relaxar.	2,744	3,000	1,141	69	198	121	120	38
24. Se alguma coisa pode dar errado, com certeza vai dar.	2,192	2,000	0,937	137	219	146	36	8
25. Eu sou sempre otimista com relação ao meu futuro	3,925	4,000	0,934	15	19	113	244	155
26. Eu gosto muito dos meus amigos.	4,346	4,000	0,605	1	0	32	289	224
27. Eu considero importante me manter ocupado.	4,038	4,000	0,907	9	18	106	223	190
28. Eu não espero que as coisas vão dar certo para mim.	2,126	2,000	1,069	183	198	89	65	11
29. Eu não me incomodo com facilidade	3,168	3,000	0,983	23	114	199	168	42
30. Eu não espero que coisas boas aconteçam comigo.	2,059	2,000	1,079	199	203	73	55	16
31. Espero que mais coisas boas aconteçam do que as ruins.	4,179	4,000	0,833	6	19	56	255	210

*as escalas variam entre discordo totalmente (1) até concordo totalmente (5). Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se, na Tabela 26, que as três menores médias (2,192, 2,126 e 2,059) e a maior frequência observada para a categoria 1 (discordo totalmente) estão evidenciadas às questões 24, 28 e 30. Essas assertivas relacionam-se à uma visão pessimista da vida do respondente, apresentando escala invertida em relação às demais. Tais resultados ajudam a concluir que os respondentes tendem a ser mais otimistas perante a possibilidade de ocorrência de eventos adversos (questão 24), também tendem a esperar a ocorrência de bons resultados (questão 28) e boas coisas em suas vidas (questão 30). Na Tabela 27, a escala de Senso de Controle.

Tabela 27: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Senso de Controle

	Média	Mediana	Desv. Pad.	Frequência observada para cada alternativa*				
				1	2	3	4	5
32. Sou responsável por meus próprios sucessos.	4,119	4,000	0,812	8	13	64	282	179
33. Eu posso realizar qualquer coisa que eu realmente definir em minha mente.	3,498	4,000	1,028	28	50	176	206	86
34. Sou responsável por minhas falhas.	3,951	4,000	0,852	4	37	77	292	136
35. Meus insucessos são resultados dos erros que cometi	3,593	4,000	0,991	8	83	127	233	95
36. Não há nenhum sentido em planejar muito, pois se algo de bom tem de acontecer, acontecerá.	2,480	2,000	1,104	122	170	136	106	12
37. As coisas realmente boas que acontecem comigo são resultado de muita sorte	2,549	2,000	0,932	57	228	181	64	16
38. A maioria das vezes os meus problemas são devidos a acontecimentos ruins.	2,668	3,000	0,858	33	211	217	74	11
39. Eu tenho pouco controle sobre as coisas ruins que acontecem comigo.	2,518	2,000	0,895	46	264	154	71	11

*as escalas variam entre discordo totalmente (1) até concordo totalmente (5). Fonte: dados da pesquisa.

Para o construto Senso de Controle, desenvolvido por Mirowsky e Ross (1991), evidencia-se que as menores médias (2,480; 2,549; 2,668 e 2,518) e as menores medianas (2,000; 2,000; 3,000; 2,000) estão associadas, respectivamente, às questões 36, 37, 38 e 39. Destaca-se que as referidas questões estão relacionadas ao Locus de Controle Externo e, portanto, apresentam escala invertida em relação às demais questões.

Outrossim, os indivíduos que apresentam menor grau de Locus de Controle Externo, quando comparado ao Locus de Controle Interno, apresentam maior Senso de Controle, donde conclui-se que os respondentes tendem a ter uma maior crença em relação à sua capacidade de conduzir os resultados de suas vidas e, como consequência, dos negócios por eles geridos. O maior Senso de Controle possibilita aos empresários versatilidade na solução de problemas, bem como encaminhamento apropriado das emoções, por ocasião de decisões em eventos adversos, como aqueles relativos à sua vida profissional, (TURNER e ROSZELL, 1994). Na Tabela 28, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis da escala de assimetria de informação.

Tabela 28: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Assimetria de Informação

Variáveis	Média	Mediana	Desv. Pad.	Frequência observada para cada alternativa*				
				1	2	3	4	5
40. Na avaliação de crédito, forneço informações precisas aos bancos.	3,899	4,000	0,801	4	17	130	274	121
41. Na avaliação de crédito, forneço todas as informações necessárias aos bancos	3,958	4,000	0,778	5	13	108	294	126
42. Ao abrir uma conta, apresento as cópias ou originais dos estatutos, de informações fiscais e contábeis.	3,769	4,000	0,875	5	46	118	278	99
43. Apresento, aos bancos, informações verdadeiras sobre o meu negócio.	4,009	4,000	0,782	3	9	119	264	151
44. Costumo informar, aos bancos, as intenções futuras sobre o meu negócio.	3,462	3,000	0,902	6	64	220	184	72
45. Costumo informar, aos bancos, todos os riscos associados ao meu negócio.	3,288	3,000	0,907	9	88	239	157	53
46. Sempre apresento, aos bancos, informações completas sobre meu o negócio.	3,590	4,000	0,895	6	45	205	201	89
47. Geralmente forneço, aos bancos, um plano de negócios para a proposta de utilização do crédito a ser solicitado.	3,121	3,000	0,990	38	91	217	167	33
48. Sempre apresento, aos bancos, as informações corretas à respeito de como vou usar o empréstimo.	3,355	3,000	0,991	32	54	203	202	55
49. Normalmente forneço informações completas sobre as garantias ao crédito que solicito.	3,452	4,000	0,957	30	32	205	219	60
50. Costumo divulgar, ao banco que estou pedindo empréstimo, informações sobre outras dívidas que tenho com outros bancos.	3,009	3,000	1,083	48	127	189	136	46
51. Forneço informações oportunas, aos bancos, antes mesmo da avaliação de crédito	3,115	3,000	0,978	42	74	242	155	33
52. Forneço informações oportunas, aos bancos, após avaliação de crédito	3,136	3,000	0,946	38	70	246	164	28
53. Forneço informações oportunas, aos bancos, sobre mudanças no meu negócio.	3,093	3,000	0,962	37	85	247	144	33

*as escalas variam entre discordo totalmente (1) até concordo totalmente (5). Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que a maior média (4,009) e a maior frequência de respostas (151 observações) na categoria “concordo totalmente” está associada à questão 43, denotando que os participantes da pesquisa tendem a concordar de que apresentam informações fidedignas

aos bancos acerca do seu próprio negócio. Destaca-se, também, que as médias das questões que avaliam a disposição para divulgar informações (questões 40 à 46), são maiores quando comparadas com as médias das questões que investigam a disposição para ser transparente (questões 47 à 53). Desta forma, pode-se concluir que os respondentes têm maior Disposição para Divulgar Informações do que a Disposição para ser Transparente. Outra dimensão comportamental analisada é a Atitude em Direção a Dívida. Na Tabela 29, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis desta escala.

Tabela 29: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Atitude em Direção a Dívida

Variáveis	Média	Mediana	Desv. Padrão	Frequência observada para cada alternativa*				
				1	2	3	4	5
54. Acho normal as pessoas ficarem endividadas para pagar as coisas.	2,258	2,000	1,081	156	193	107	80	10
55. É importante saber controlar os gastos de minha casa.	4,355	4,000	0,770	4	9	48	213	272
56. Eu sei exatamente quanto devo em lojas, cartão de crédito ou banco.	4,183	4,000	0,843	1	20	87	208	230
57. É melhor primeiro juntar dinheiro e só depois gastar.	3,800	4,000	1,029	8	67	105	212	154
58. Prefiro comprar parcelado do que esperar ter dinheiro para comprar à vista.	2,722	3,000	1,112	84	153	169	111	29
59. Prefiro pagar parcelado mesmo que no total seja mais caro.	2,264	2,000	1,017	137	208	133	56	12
60. As pessoas ficariam desapontadas comigo se soubessem que tenho dívida.	2,403	2,000	1,088	129	175	156	65	21
61. Não é certo gastar mais do que ganho.	3,996	4,000	0,931	10	22	111	220	183
62. Não tem problema ter dívida se eu sei que posso pagar.	3,630	4,000	1,017	18	59	135	229	105

*as escalas variam entre discordo totalmente (1) até concordo totalmente (5). Fonte: dados da pesquisa

Percebe-se que a questão 54 apresenta menor média (2,258), a partir da qual se constata que os respondentes tendem a discordar da assertiva, denotando maior aversão ao endividamento. Por outro lado, observa-se que a questão 55 que apresenta maior média e menor desvio padrão (0,770). Esse enunciado destaca a importância do controle de gastos do orçamento familiar, donde se conclui que os respondentes tendem a acreditar na importância do controle dos gastos familiares como forma de evitar a ocorrência de gastos descontrolados e, como consequência evitarem a dívida. A próxima dimensão a ser analisada é a Tolerância ao Risco, apresentada na Tabela 30 a partir das estatísticas descritivas das variáveis desta escala.

Tabela 30: Estatísticas descritivas das variáveis da escala de Tolerância ao Risco

Variável	Média	Mediana	Desv. Padrão	Frequência observada para cada alternativa*				
				1	2	3	4	5
63. Um dos meus principais objetivos dos meus investimentos é obter um alto retorno em longo prazo, que irá permitir que meu capital cresça mais rápido que a taxa de inflação.	3,368	3,000	0,953	33	36	223	205	49
64. Eu gostaria de um investimento que me proporcionasse uma oportunidade de adiar, em alguns anos, o pagamento de imposto de renda sobre ganhos de capital.	3,201	3,000	0,904	30	58	261	166	31
65. Eu não faço questão de um alto nível de retorno no curto prazo para os meus investimentos.	2,756	3,000	0,935	52	158	214	115	7
66. Eu toleraria variações bruscas no retorno dos meus investimentos para obter um retorno potencialmente mais alto do que normalmente seria esperado de investimentos mais estáveis.	2,967	3,000	0,938	41	110	237	142	16
67. Eu arriscaria uma perda no retorno de curto prazo por uma possibilidade de uma taxa de retorno mais alta no futuro.	2,930	3,000	0,974	51	113	218	151	13
68. Eu estou financeiramente apto a aceitar um baixo nível de liquidez em meus investimentos.	2,727	3,000	0,901	45	172	225	95	9

*as escalas variam entre discordo totalmente (1) até concordo totalmente (5). Fonte: dados da pesquisa

A variável que apresenta maior média (3,368) e maior frequência entre as alternativas concordo (205 observações) e concordo totalmente (49 observações) é a questão 63. Isto indica que parte importante da amostra tende a confirmar que um dos principais objetivos dos seus investimentos é obter altos retornos em longo prazo. Apesar disso, observa-se baixa média (2,756) para a assertiva da questão 65, indicando que os respondentes também fazem questão de um alto nível de retorno no curto prazo. Por outro lado, observa-se menor média (2,727) na questão 68, denotando que parte importante dos empreendedores não está apta por baixa liquidez em seus investimentos.

Mediante tais resultados pode-se perceber que os respondentes tendem a desejar maiores retornos nos seus investimentos, tanto em curto, quanto em longo prazo, porém não estão aptos à baixa liquidez em seus investimentos. Tal divergência pode levá-los ao maior conservadorismo em seus investimentos. O resultado geral da amostra (soma de todas as médias do construto) confirma tal suposição, pois se obteve o somatório igual a 18, o qual pode ser caracterizado por Droms e Strauss (2003) categorizam-nos como conversadores. Finalizando a apresentação das estatísticas descritivas, apresenta-se uma síntese do perfil dos empreendedores e das firmas pesquisadas, conforme descrito na próxima seção.

4.2. Validação individual dos construtos

Neste estudo, analisam-se nove construtos, sendo eles: Assimetria de Informação, sob a ótica de Disposição para Divulgar Informações e Disposição para ser Transparente, Relacionamentos Bancários, Desempenho da Firma, Otimismo, Tolerância ao Risco, Senso de Controle, sob a ótica de Locus de Controle Interno e Locus de Controle Externo e Atitude em Direção à Dívida. Para a validação individual dos construtos, utiliza-se a análise fatorial confirmatória, através da estimação pelo método de máxima verossimilhança.

Para a validação dos construtos procede-se, inicialmente, pela padronização dos dados. Através das figuras, exemplifica-se a associação entre as variáveis (manifestas e latentes), enquanto que as tabelas apresentam os coeficientes estimados e os índices de ajustes do modelo, sendo eles: estatística qui-quadrado ou relação qui-quadrado/graus de liberdade, GFI, CFI, NFI, TLI, RMSR e RMSEA.

Não há um consenso na literatura sobre os valores aceitáveis para estes índices. No entanto, segundo Hooper *et al.* (2008), um bom modelo ajustado proporciona um qui-quadrado não significativo ao nível de 5% ou então a razão qui-quadrado/graus de liberdade deve ser menor que cinco. Para os índices CFI, GFI, NFI e TLI, utilizaram-se valores maiores que 0,95 e o RMSR e o RMSEA, e que deveriam ser inferiores a 0,05 e 0,08, respectivamente.

Para verificar a confiabilidade dos construtos utiliza-se como medida o índice de confiabilidade e o coeficiente do Alfa de Cronbach. O construto é considerado fidedigno quando ambos os índices de confiabilidade alcançam valores iguais ou superiores a 0,6 (GARVER; MENTZER, 1999; HAIR *et al.*, 2010).

4.2.1. Validação do construto Assimetria de Informação

Para avaliar a Assimetria de Informação, se utiliza a ferramenta desenvolvida por Nalwanga (2010). Nela, o autor avalia a Assimetria de Informação sob duas dimensões: Disposição para Divulgar Informações e Disposição para ser Transparente. A primeira avalia o fornecimento de informações acerca da empresa. A segunda avalia a transparência da empresa junto ao seu credor. O construto Assimetria de Informação através da Disposição para Divulgar Informações está representado na Figura 10.

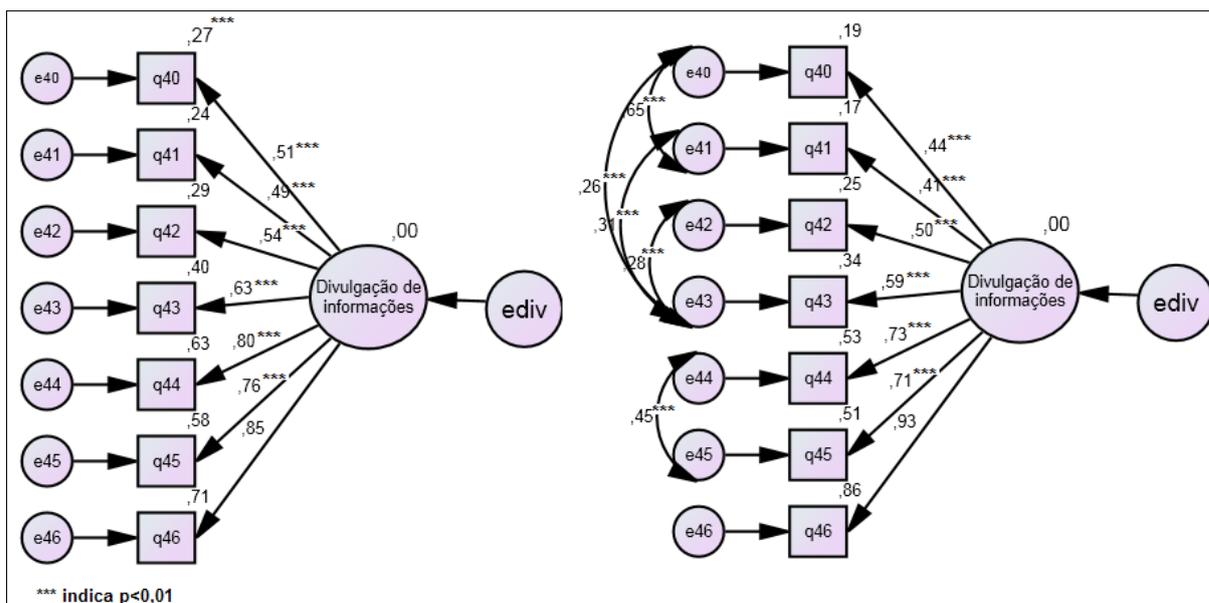


Figura 10: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Assimetria de Informação através da Disposição para Divulgar Informações – modelo inicial e final.

Fonte: elaboração própria

À esquerda da Figura 10, tem-se o modelo inicial do construto Assimetria de Informação através da Disposição para Divulgar Informações. Destaca-se que todos os pesos calculados foram significativos. A única variável que se sobressai é a variável 46, pois o valor de z não foi calculado, dado que o parâmetro foi fixado em 1.

Na busca de um modelo de mensuração mais adequado, adota-se a estratégia de ajuste com base nos índices de modificação das covariâncias, na medida em que todas as variáveis do modelo mostram-se significativas e com cargas que contribuem significativamente ao modelo. A primeira alteração dá-se pela inclusão da covariância do erro das questões Q40 e Q41. Na sequência, adiciona-se as covariâncias entre os erros das questões Q44 e Q45. Também se adicionam as covariâncias entre os erros das variáveis Q42 e Q43 e entre os erros das questões Q41 e Q43 e entre os erros das variáveis Q40 e Q43. Ressalta-se que cada inclusão dá-se individualmente.

Na direita da Figura 10, apresenta-se o construto após ajustes. O construto é formado por sete questões, em que todas as variáveis e todas as covariâncias dos erros são significativas à 99% de confiança. A fim de confirmar a adequação do modelo, analisam-se simultaneamente os índices de ajuste, os quais estão apresentados na Tabela 31.

Tabela 31: Índices de ajuste do construto Assimetria de Informação através da Disposição para Divulgar Informações - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajustes
Qui-quadrado (valor)	499,941	39,707
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$	$p = 0,000$
Graus de Liberdade	14,000	9,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	35,710	4,412
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,778	0,980
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,732	0,983
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,727	0,978
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,598	0,960
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,079	0,027
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,252	0,079
Confiabilidade	0,624	0,624
Alfa de Cronbach	0,805	0,805

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que o modelo inicialmente proposto é inadequado, pois a razão do qui-quadrado/graus de liberdade mostra-se superior ao valor padrão máximo estabelecido neste trabalho (valor máximo igual a cinco). Igualmente, os índices *Goodness-of Fit Index* (GFI), *Normed Fit Index* (NFI), *Comparative Fit Index* (CFI) e *Tucker-Lewis Index* (TLI) não atingem o valor mínimo de 0,95 e os índices *Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA) e *Root Mean Square Residual* (RMSR) são superiores ao estabelecido como padrão mínimo nesta tese (0,08 e 0,05, respectivamente).

Após as alterações o modelo apresenta-se adequado. Nota-se, na Tabela 31, que o modelo, após os ajustes, apresenta índices adequados: i) validade convergente, dado que os índices CFI, GFI, NFI e TLI foram superiores a 0,95 e os índices RMSR e RMSEA são inferiores a 0,05 e 0,08, respectivamente, ii) confiabilidade, tendo em vista que o índice de confiabilidade e o Alfa de Cronbach são superiores a 0,6 e, iii) unidimensionalidade, dado que o valor dos resíduos padronizados é inferior a 0,05.

Na Figura 10 observa-se que a variável Q46 apresentou maior coeficiente padronizado (0,93). Tal assertiva afirma que os indivíduos costumam informar, aos bancos, todos os riscos associados ao seu negócio. A partir desse resultado, pode-se esperar que os empresários que tem o hábito informar todos os riscos do negócio, tende a níveis mais elevados de disposição para divulgar informações de sua empresa. Porém, em seu trabalho Nalwanga (2010) também analisa a disposição para ser transparente. A Figura 11 representa o modelo inicial estimado para este novo construto.

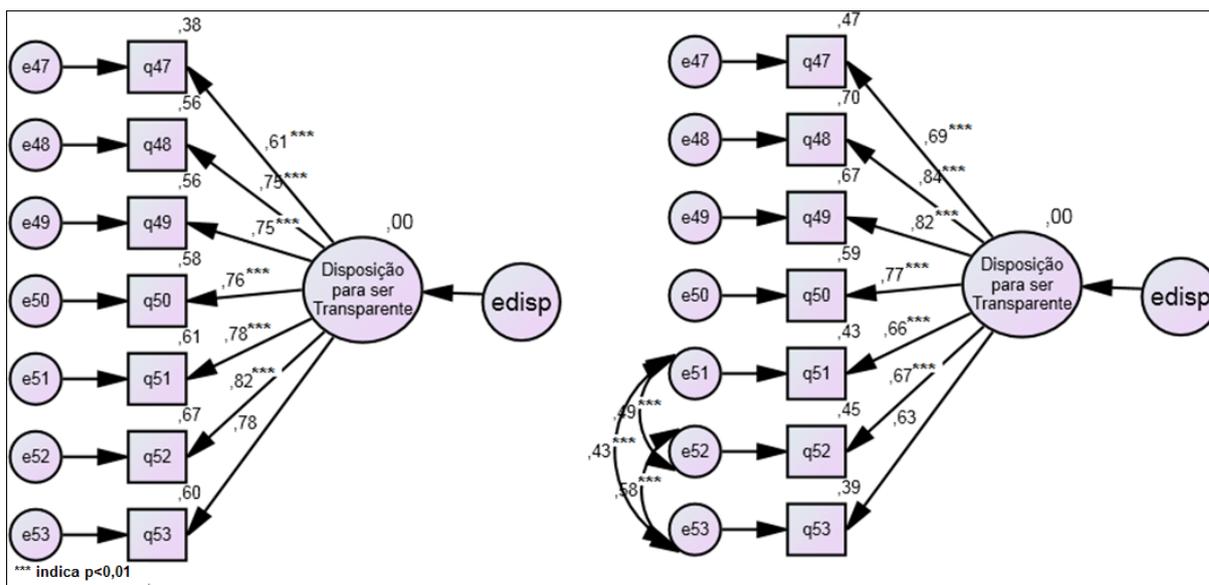


Figura 11: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Assimetria de Informação através da Disposição para ser Transparente - modelo inicial e final

Fonte: elaboração própria

Na esquerda da Figura 11, apresenta-se o modelo inicial do construto Assimetria de Informação através da Disposição para ser Transparente e a ele incluíram-se a covariância dos erros das questões Q52 e Q53, das variáveis Q51 e Q52 e entre os erros das questões Q51 e Q43. Diante destas alterações, o modelo apresenta-se adequado.

Nota-se na direita da Figura 11, que todos os pesos calculados foram significativos destacando-se as variáveis Q48 e Q49. Nelas, observam-se os maiores coeficientes padronizados (0,84 e 0,82, respectivamente). Tais assertivas propõem que o empresário busca ser transparente sobre o destino a ser dado ao crédito solicitado e que fornecem informações completas relativas ao crédito que solicitam.

Neste sentido, a transparência se dá na medida em que os pesquisados apresentam as informações completas e corretas à respeito do rumo a ser dado para o recurso requerido ao agente creditício. A partir disso, pode-se concluir que os empresários que têm o hábito de informar, de maneira completa, o destino a ser dado para os recursos, tendem a obter níveis mais elevados de Disposição para ser Transparente perante o credor. Na busca de validar o construto, calculam-se os seus índices de ajuste, conforme se demonstra na Tabela 32.

Tabela 32: Índices de ajuste do construto Assimetria de Informação através da Disposição para ser Transparente - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajustes
Qui-quadrado (valor)	298,655	48,791
Qui-quadrado (probabilidade)	$p= 0,000$	$p = 0,000$
Graus de Liberdade	14,000	11,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	21,333	4,436
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,829	0,975
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,873	0,983
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,868	0,978
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,809	0,968
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,067	0,033
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,193	0,079
Confiabilidade	0,890	0,890
<i>Alfa de Cronbach</i>	0,900	0,900

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se, na Tabela 32, que o modelo inicial não é adequado, pois a razão do qui-quadrado/graus de liberdade é superior ao estabelecido. Ademais, os índices de ajuste GFI, CFI, NFI e TLI, não atingem o valor mínimo de 0,95 e os índices RMSEA e RMSR são superiores a 0,08 e 0,05, respectivamente.

Porém, após os ajustes, apresentam-se índices adequados: i) validade convergente, dado que os índices CFI, GFI, NFI e TLI foram superiores a 0,95 e os índices RMSR e RMSEA foram inferiores a 0,05 e 0,08, respectivamente, ii) confiabilidade, tendo em vista que o índice de confiabilidade e o Alfa de Cronbach foram superiores a 0,6 e, iii) unidimensionalidade, dado que o valor de todos os resíduos padronizados foi inferior a 0,05. Outro construto a ser validado é o Otimismo. Na próxima seção apresentam-se os procedimentos adotados para sua validação.

4.2.2. Validação do construto Otimismo

Para mensurar o construto Otimismo, utiliza-se o teste de orientação da vida (*life orientation test*) proposto por Scheier e Carver (1985). Tal construto é formado por 10 afirmações (questões 22 à 31 do instrumento de pesquisa), em que as questões 24, 28 e 30 são estruturadas com escala invertida, quando comparada com as demais assertivas. Apesar do construto ser formado por 10 afirmações, quatro delas são consideradas de controle (Q23, Q26, Q27 e Q29), as quais Bastianello e Pacico (2013), por exemplo, sugerem sua exclusão. Sendo assim, passa-se a estimar o modelo sem tais questões, como é representado na Figura 12.

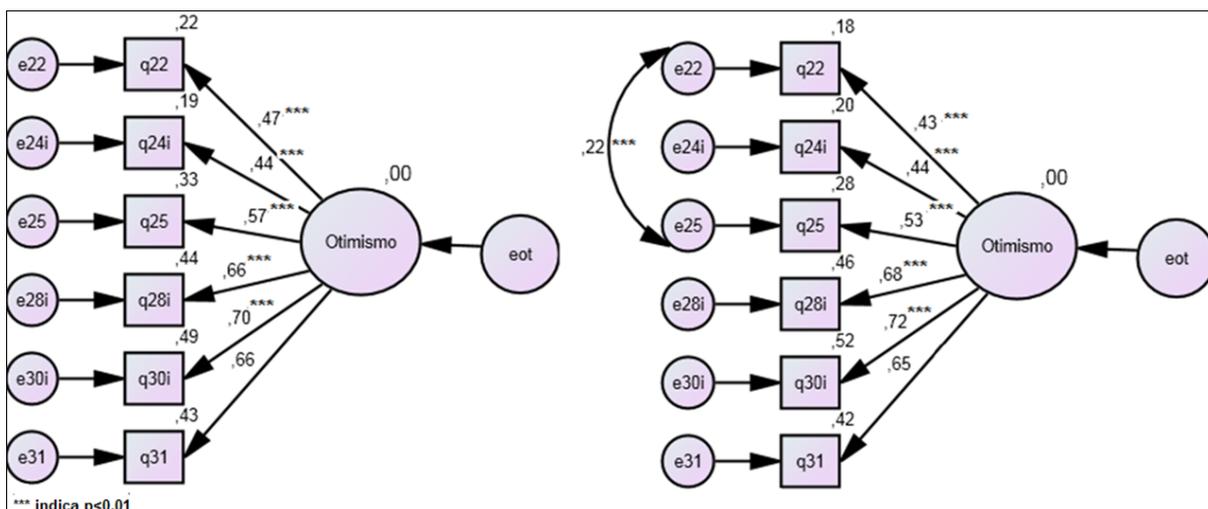


Figura 12: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Otimismo - modelo inicial e modelo final
 Fonte: elaboração própria

Para a validação do construto Otimismo, procede-se inicialmente pela inversão das escalas das questões Q24, Q28 e Q30. Com o desejo de ajustar o modelo, adota-se a estratégia de incluir a covariância entre os erros das questões Q22 e Q25. Destacam-se na direita da Figura 12 as variáveis Q28i e Q30i (coeficientes padronizados iguais à 0,68 e 0,72, respectivamente). A partir deste resultado, pode-se evidenciar que os empresários que não tem o hábito de não esperar que coisas boas aconteçam em suas vidas, tendem a maiores níveis de Otimismo. Na busca de validar o construto, calculam-se os seus índices de ajuste, conforme se demonstra na Tabela 33.

Tabela 33: Índices de ajuste do construto Otimismo - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajuste
Qui-quadrado (valor)	44,582	23,811
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$	$p = 0,002$
Graus de Liberdade	9,000	8,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	4,953	2,976
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,971	0,985
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,946	0,976
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,934	0,965
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,911	0,955
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,041	0,028
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,085	0,060
Confiabilidade	0,810	0,810
Alfa de Cronbach	0,701	0,701

Fonte: dados da pesquisa

É possível observar que o modelo inicialmente proposto não atende aos requisitos para sua validação. Porém, após o ajuste, os índices são aceitáveis para a validade convergente, dado que os índices CFI, GFI, NFI e TLI foram superiores a 0,95. Também são aceitáveis os índices de confiabilidade, já que o índice de confiabilidade e o Alfa de Cronbach são superiores a 0,6. Assim como são aceitáveis os índices de unidimensionalidade, dado que o valor de todos os resíduos RMSR e RMSEA são inferiores a 0,05 e 0,08, respectivamente. Após o processo de validação do construto Otimismo, procede-se à validação do construto Senso de Controle, conforme descrito na próxima seção.

4.2.3. Validação do construto Senso de Controle

O Senso de Controle refere-se à percepção do indivíduo sobre o nível de controle disponível em um determinado contexto (MOULDING e KYRIOS, 2007). Para Mirowsky e Ross (1991), a sensação de controle varia do fatalismo e profundo sentimento de impotência, até a crença plena de controle dos resultados futuros. A diferença básica do Senso de Controle, portanto, está na posição do lócus de controle: interno ou externo. Em seu trabalho, Mirowsky e Ross (1991) construíram uma ferramenta que avalia o Senso de Controle sob essas duas dimensões. A primeira dimensão avaliada foi o Lócus de Controle Interno, em que busca-se valida-lo, conforme apresenta-se na Figura 13.

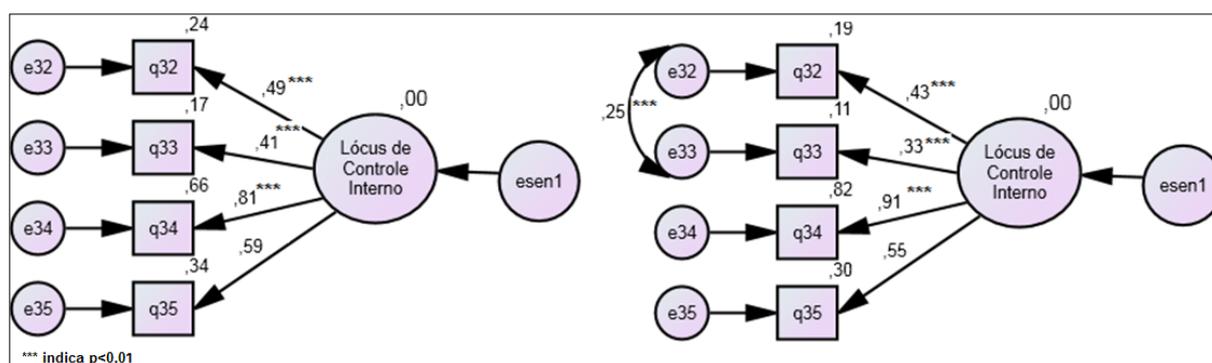


Figura 13: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Senso de Controle sob a ótica do Lócus de Controle Interno - modelo inicial e modelo final

Fonte: elaboração própria

Nota-se na esquerda da Figura 13, que os todos os pesos do construto Senso de Controle, sob a ótica do Locus de Controle Interno, foram significativos. Utiliza-se a estratégia de inclusão da co-variância dos erros das questões Q32 e Q33 para torná-lo adequado. A inclusão associa conceitos relativos à crença do controle sobre as próprias ações e sobre os próprios sucessos decorrentes delas. Mirowsky e Ross (1991), ao proporem as duas questões mostram a expectativa de serem altamente correlacionadas, dado que ambas são relacionadas ao conceito de instrumentalismo (*instrumentalism*) com uma visão positiva sobre a possibilidade de se controlar o futuro e os bons resultados (*good outcomes*) advindos dela.

Nota-se, na direita da Figura 13, que o maior coeficiente padronizado encontra-se na questão 34. Ela remete à responsabilidade das falhas ao respondente. Denota-se, portanto, que não há transferência de responsabilidade dos insucessos dos indivíduos. Na Tabela 34, demonstram-se os valores dos índices de ajuste do modelo inicial e do modelo final.

Tabela 34: Índices de ajuste do construto Senso de Controle sob a ótica do Locus de Controle Interno - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajuste
Qui-quadrado (valor)	32,229	4,233
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$	$p = 0,000$
Graus de Liberdade	2,000	1,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	16,115	4,233
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,906	0,988
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,911	0,990
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,906	0,988
TLI- <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,732	0,953
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,047	0,018
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,167	0,077
Confiabilidade	0,726	0,726
Alfa de Cronbach	0,654	0,654

Fonte: dados da pesquisa

É possível verificar, além disso, que todos os índices de ajustes para o modelo, inicialmente proposto, mostram-se inaceitáveis. Porém, após ajuste, apresentam-se adequados perante: i) a validade convergente, dado que os índices CFI, GFI, NFI e TLI são superiores a 0,95, ii) a confiabilidade, tendo em vista que o índice de confiabilidade e o Alfa de Cronbach são superiores a 0,6 e, iii) a unidimensionalidade, dado que o valor de todos os resíduos padronizados dos índices RMSR e RMSEA são inferiores a 0,05 e 0,08, respectivamente.

Destaca-se, neste construto, a variável Q34 com o coeficiente padronizado igual a 0,91. A partir desses resultados, constata-se que os empresários que tem o hábito de reconhecer a responsabilidade pelas próprias falhas tendem a apresentar maior Locus de Controle Interno. Porém, o Senso de Controle também é analisado através da dimensão Locus

de Controle Externo. A seguir procede-se com a sua validação, em que se demonstra, na Figura 14, o modelo de mensuração com os coeficientes padronizados.

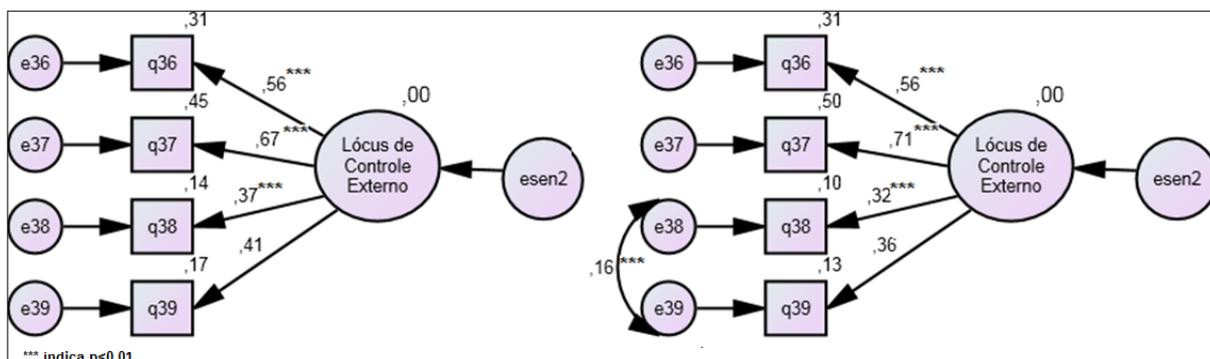


Figura 14: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Senso de Controle, sob a ótica do Locus de Controle Externo - modelo inicial e final
Fonte: elaboração própria

Como citado, o construto Senso de Controle, desenvolvido por Mirowsky e Ross (1991), é formado por duas dimensões: Locus de Controle Interno e Locus de Controle Externo (questões 36, 37, 38 e 39). Na busca de melhorar o modelo que mensura o Locus de Controle Externo, usa-se da estratégia de inclusão das co-variâncias dos erros das questões Q38 e Q39. Tais questões medem a crença do baixo controle sobre a ocorrência de eventos ruins na vida dos respondentes.

Destaca-se que a falta de controle e o acontecimento de problemas estão associados a externalidades ao indivíduo (*external bad*), ocorrendo, portanto a transferência da responsabilidade. Pompian (2011) comenta que quando ocorre esta transferência, ela busca amenizar a dissonância cognitiva decorrente do reconhecimento de erros do passado. O autor complementa, explicando que, naturalmente, tais pessoas perdem a oportunidade de aprender e estão sujeitas a novos erros de avaliação, renovando o ciclo de ansiedade, desconforto, dissonância e negação.

Nota-se, também, na Figura 14 que o maior coeficiente padronizado, do construto Senso de Controle sob a ótica do Locus de Controle Externo, é evidenciado na questão 37. Tal afirmativa associa os bons resultados da vida dos respondentes à sorte. Essa questão é representativa do Locus de Controle Externo, pois ela remete ao fatalismo e a crença de impotência sobre os bons resultados da própria vida. Na Tabela 35, são demonstrados os valores dos índices de ajuste do modelo inicial e modelo final

Tabela 35: Índices de ajuste do construto Senso de Controle sob a ótica do Lócus de Controle Externo - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajuste
Qui-quadrado (valor)	17,829	4,195
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$	$p = 0,000$
Graus de Liberdade	2,000	1,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	8,915	4,195
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,910	0,994
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,918	0,973
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,910	0,969
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,754	0,953
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,037	0,021
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,121	0,079
Confiabilidade	0,629	0,629
Alfa de Cronbach	0,672	0,672

Fonte: dados da pesquisa

Nota-se que todos os índices de ajustes para o modelo inicial mostram-se inaceitáveis. Todavia, após o ajuste, o modelo apresentou índices adequados no que se refere à validade convergente, confiabilidade e unidimensionalidade. Destaca-se, no construto, a variável Q37 com o coeficiente padronizado igual a 0,71. A partir desses resultados, denota-se, por exemplo, que os empresários que têm o hábito de acreditar que a ocorrência de bons eventos em sua vida é resultante da sua sorte, tendem a apresentar maior Lócus de Controle Externo. Na próxima seção, valida-se o construto que busca medir a Atitude em Direção à Dívida.

4.2.4. Validação do construto Atitude em Direção à Dívida

Ajzem (2005) comenta que a atitude difere de traços de personalidade, embora ambas avaliem disposições subjacentes estáveis. Para o autor, atitudes são respostas de natureza avaliativa e são dirigidas a um alvo. Nesta tese busca-se avaliar a Atitude em Direção à Dívida mediante a escala de Davies e Lea (1995).

Originalmente, a escala apresenta questões que buscam avaliar a Propensão e também a Aversão à Dívida. Com o objetivo de dar à escala uma só dimensão, busca-se inverter as escalas das questões 54, 58, 59 e 62. Após as alterações busca-se, portanto, avaliar o grau de Aversão à Dívida dos respondentes. Na Figura 15 apresenta-se o modelo inicial e final para a mensuração da Aversão à Dívida.

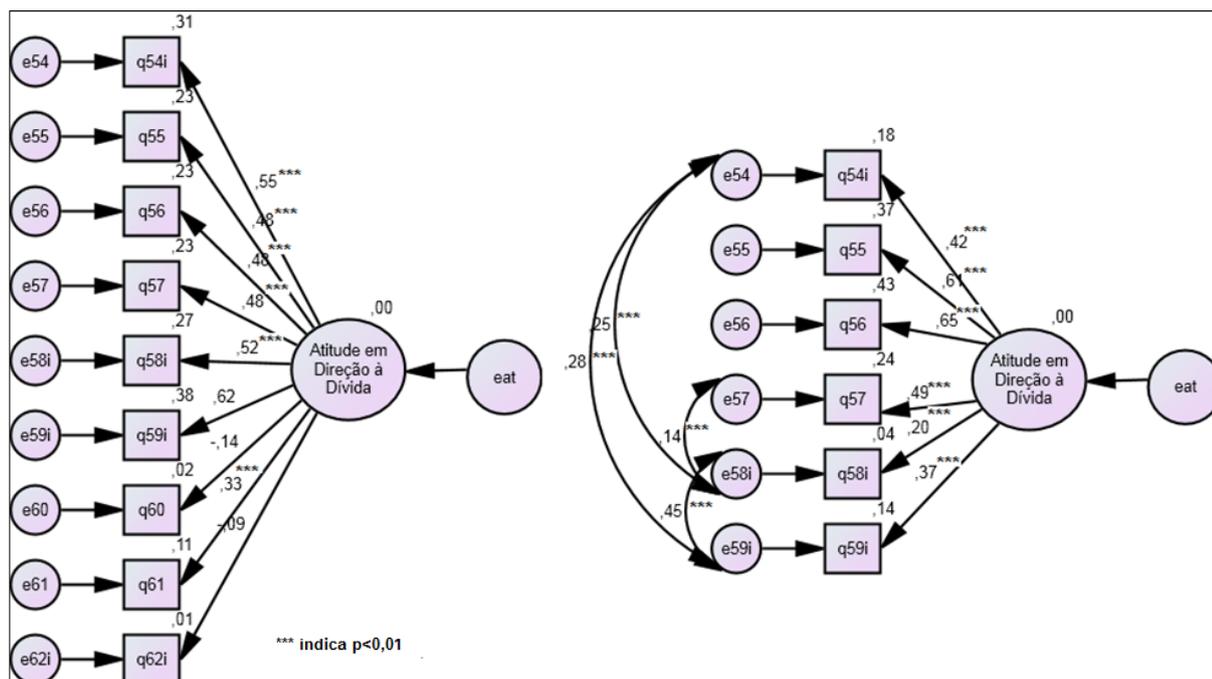


Figura 15: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Atitude em Direção à Dívida - modelo inicial e modelo final
Fonte: elaboração própria

Com o objetivo de ajustar o modelo procede-se pela exclusão de três variáveis: Q62, Q60 e Q61i, nesta ordem. A exclusão dá-se em razão da sua não significância (Q62 e Q60) e baixa representatividade no modelo (Q61i). Após, inclui-se as co-variâncias dos erros das questões Q58 e Q59, posteriormente, entre as questões Q54 e Q59, e, na sequência, adiciona-se entre os erros das Q54 e Q58 e das questões Q57 e Q58. Mediante tais alterações, o modelo apresenta-se adequado. Os resultados finais estão representados na Tabela 36.

Tabela 36: Índices de ajuste do construto Atitude Perante a Dívida sob a ótica Aversão à Dívida - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajustes
Qui-quadrado (valor)	173,007	25,215
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$	$p = 0,012$
Graus de Liberdade	27,000	92,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	6,408	1,361
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,926	0,974
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,757	0,986
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,729	0,951
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,677	0,979
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,087	0,042
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,100	0,026
Confiabilidade	0,732	0,701
Alfa de Cronbach	0,627	0,680

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se, na Tabela 36, que o construto Atitude em Direção à Dívida sob a ótica Aversão à Dívida, após as adequações, apresenta índices adequados para: i) validade convergente, dado que os índices CFI, GFI, NFI e TLI foram superiores a 0,95 e os índices RMSR e RMSEA foram inferiores a 0,05 e 0,08, respectivamente, ii) confiabilidade, tendo em vista que o índice de confiabilidade e o Alfa de Cronbach foram superiores a 0,6 e, iii) unidimensionalidade, dado que o valor de todos os resíduos padronizados foi inferior a 0,05.

Os maiores coeficientes padronizados, do construto Aversão à Dívida, apresentam-se nas questões Q55 e Q56. A primeira busca avaliar a percepção sobre a importância do controle dos familiares. A segunda procura verificar se o respondente mantém controle de seus gastos em lojas, cartão de crédito ou banco. A partir desses resultados, conclui-se que os indivíduos que tendem a controlar seus gastos tendem a apresentar maior Aversão a Dívidas. Na próxima seção, é apresentado o processo de validação do construto Tolerância ao Risco, desenvolvido por Droms e Strauss (2003).

4.2.5. Validação do construto Tolerância ao Risco

A Tolerância ao Risco é considerada um traço de personalidade impactante no processo de tomada de decisão. Neste trabalho, busca-se avaliá-la, mediante a ferramenta desenvolvida Droms e Strauss (2003). O construto é formado por seis afirmações (questões 63 à 68), o qual é representado pela Figura 16.

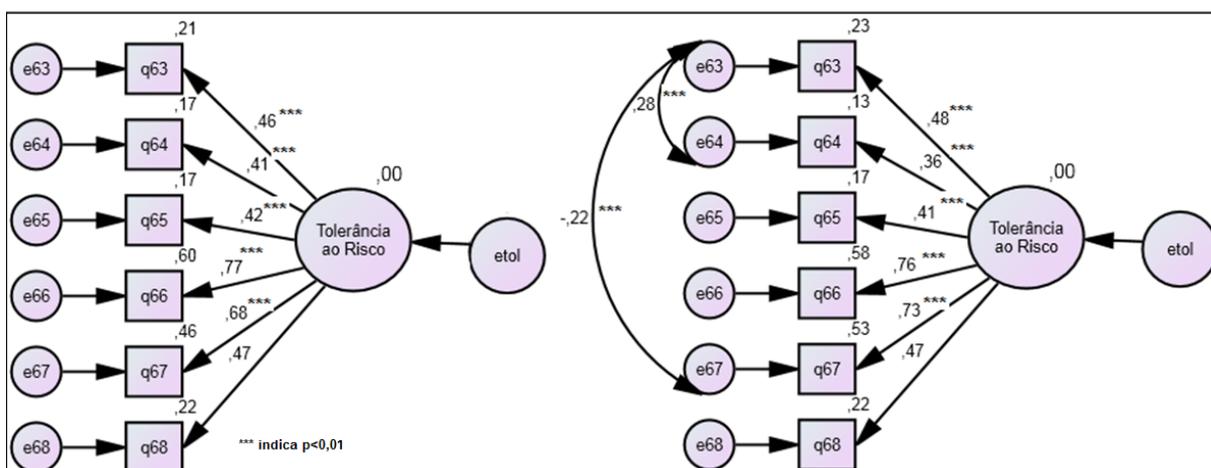


Figura 16: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Tolerância ao Risco - modelo inicial e modelo final

Fonte: elaboração própria

Com o desejo de ajustar o modelo, incluiu-se a covariância entre os erros das questões Q63 e Q64 e entre o erro das questões Q63 e Q67. Após estas alterações, o modelo apresenta-se adequado. Na Tabela 37, demonstram-se os índices de ajuste do construto.

Tabela 37: Índices de ajuste do construto Tolerância ao Risco - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajustes
Qui-quadrado (valor)	82,919	22,089
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$	$p = 0,000$
Graus de Liberdade	9,000	7,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	9,213	3,156
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,952	0,987
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,871	0,974
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,859	0,963
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,786	0,954
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,055	0,029
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,123	0,063
Confiabilidade	0,730	0,730
<i>Alfa de Cronbach</i>	0,711	0,711

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que o modelo proposto inicialmente não atende aos requisitos para sua validação, dado que a razão do qui-quadrado/graus de liberdade é superior ao valor estabelecido (5). Ademais, os índices de ajuste CFI, NFI e TLI, não atingem o valor mínimo de 0,95 e os índices RMSEA e RMSR são superiores a 0,08 e 0,05, respectivamente. Após os ajustes, o modelo apresenta índices adequados: para a validade convergente, a confiabilidade e a unidimensionalidade.

Os maiores coeficientes encontram-se nas questões 66 e 67. A primeira avalia se o indivíduo está disposto a tolerar variações bruscas no retorno. A segunda avalia se o respondente estaria disposto a arriscar uma perda pela possibilidade de uma taxa de retorno mais alta. A partir destes resultados, pode-se evidenciar que os proprietários-gerentes que toleram volatilidade e perda tendem a níveis mais elevados de Tolerância ao Risco. Na próxima seção apresenta-se a validação do construto Desempenho da Firma.

4.2.6. Validação do construto Desempenho da Firma

O construto Desempenho da Firma, proposto por Sorenson *et al.* (2009), é formado pelas variáveis Tamanho dos Ativos, Lucratividade, Crescimento dos Lucros e Crescimento da Participação de Mercado. O tamanho dos ativos é calculado pelo Total de Ativos, medido pela questão 73. A Lucratividade é mensurada pela questão 10, já o Crescimento dos Lucros é

avaliado pela questão 11. Por fim o Crescimento da Participação de Mercado é avaliado pela questão 12.

Ao construto, adiciona-se a variável Estágio do Ciclo de Vida, segmentada em cinco *clusters* (nascimento, crescimento, maturidade, renascimento e declínio). Para a determinação dos *clusters*, utilizam-se duas variáveis: Lucratividade (questão 10) e Crescimento observado entre os anos de 2013 e 2014 (variação percentual do número de funcionários em tempo parcial e integral, nesse período, observado na questão 8). O modelo inicial do construto Desempenho da Firma, estimado nesse estudo, é representado pela Figura 17.

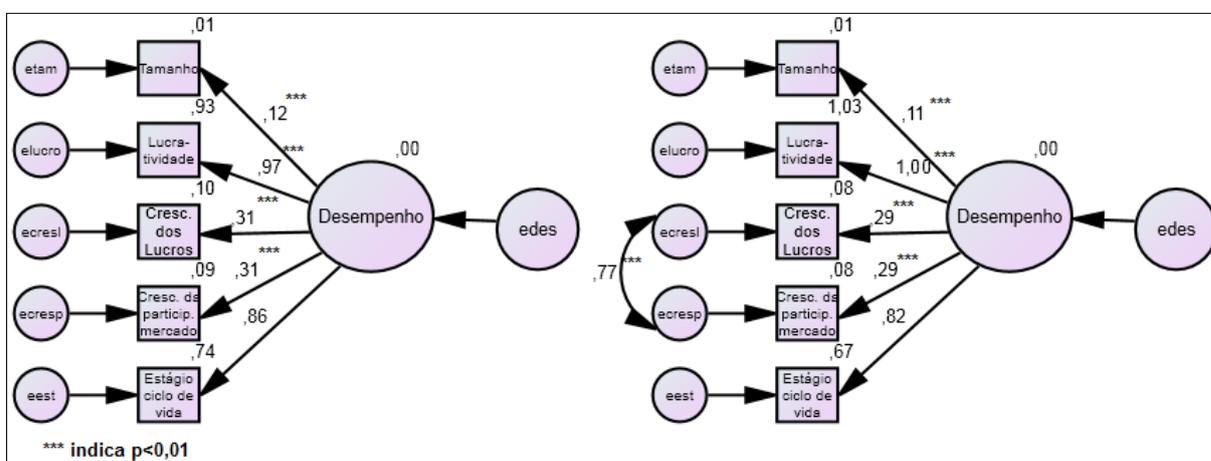


Figura 17: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Desempenho da Firma - modelo inicial e modelo final

Fonte: elaboração própria

Nota-se que todos os pesos calculados foram significativos à 99% de confiança, a exceção da variável Estágio do Ciclo de Vida, em que o valor de z não foi calculado, pois o parâmetro foi fixado em 1. Na busca de ajustar o modelo, adota-se a estratégia de inclusão da covariância entre os erros das variáveis: Crescimento dos Lucros e Crescimento da Participação de Mercado, conforme demonstrado à esquerda da Figura 17.

Destaca-se que os promentes do construto Desempenho da Firma (Sorenson *et al.* (2009)) evidenciaram uma correlação moderada (0,50 e sig. 0,000) entre tais variáveis. Neste sentido, o crescimento da lucratividade pode estar associado à maior participação de mercado, pois na medida em que cresce a participação de mercado de uma empresa, pode-se esperar certo aumento na lucratividade em razão, por exemplo, de maior eficiência dos custos fixos pelo aumento das vendas.

Destaca-se, ainda, que o maior coeficiente padronizado, antes e após o ajuste, foi observado na variável Lucratividade. Esta questão avalia se a empresa tem obtido lucros nos últimos três anos. A partir deste resultado, pode-se esperar que as firmas que apresentam maior lucratividade tendem à níveis mais elevados de Desempenho. Na Tabela 38, demonstram-se os índices de ajuste do construto Desempenho da Firma.

Tabela 38: Índices de ajuste do construto Desempenho da Firma - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajuste
Qui-quadrado (valor)	504,753	10,488
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$	$p = 0,033$
Graus de Liberdade	5,000	4,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	100,951	2,622
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,801	0,992
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,597	0,995
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,597	0,992
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,195	0,987
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,182	0,029
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,428	0,055
Confiabilidade	0,611	0,611
Alfa de Cronbach	0,709	0,709

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se, na Tabela 38, que o modelo, proposto inicialmente, não atende aos requisitos para sua validação, dado que razão do qui-quadrado/graus de liberdade é superior ao valor estabelecido (5). Ademais, os índices de ajuste CFI, NFI e TLI, não atingem o valor mínimo de 0,95 e os índices RMSEA e RMSR são superiores a 0,08 e 0,05, respectivamente. Após os ajustes os índices foram adequados no que tange à validade convergente, à confiabilidade e à unidimensionalidade, conforme critérios estabelecidos na tese. Outros dois construtos a serem validados são o construto de segunda ordem Relacionamentos Bancários e o construto de segunda ordem Traços de Personalidade Gerenciais, em que os procedimentos de validação são descritos na próxima seção.

4.3. Validação individual dos construtos de segunda ordem

Nesta seção, busca-se validar os construtos de segunda ordem. A validação inicia-se pelo construto Relacionamentos Bancários. Após passa-se a validar o construto Traços de Personalidade Gerenciais.

4.3.1. Validação do construto Relacionamentos Bancários

O construto Relacionamentos Bancários constitui-se, inicialmente, de cinco dimensões: Tempo do Relacionamento Bancário, Serviços Bancários Utilizados, Qualidade do Relacionamento Bancário e os construtos já validados: Disposição para Divulgar Informações e Disposição para ser Transparente. A primeira variável do construto é dimensionada pela questão 14. A Segunda é formada pela soma dos serviços bancários apontados na questão 15. Por fim a qualidade do relacionamento é avaliada pela questão 13. O construto Relacionamentos Bancários é representado pela Figura 18.

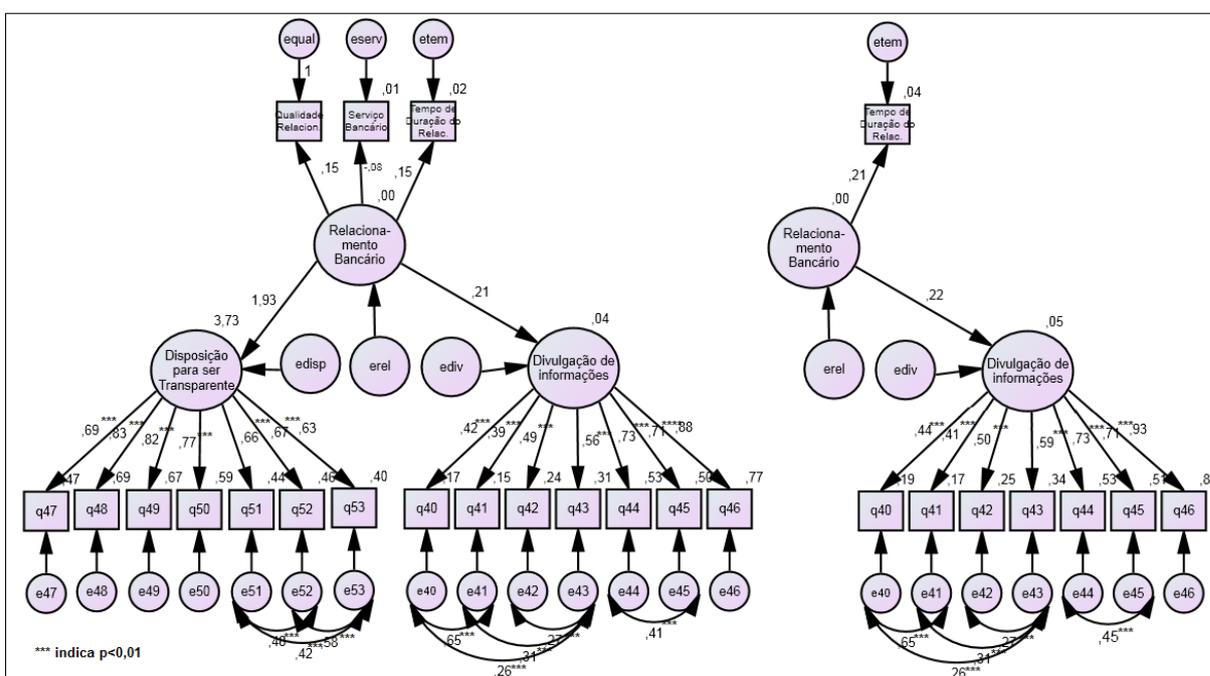


Figura 18: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Relacionamento Bancário - modelo inicial e modelo final
Fonte: elaboração própria

Nota-se, na esquerda da Figura 18, que alguns dos pesos calculados no modelo inicialmente proposto não são significativos. As variáveis não significativas ao modelo inicial são: Serviços Bancários Utilizados e Qualidade do Relacionamento Bancário. Além delas, o construto Disposição para ser Transparente também não é significativo. Salienta-se que o valor de z não foi calculado nas variáveis Tempo de Relacionamento Bancário, Q53 e Q46 e para o construto Disposição para ser Transparente, por restrições impostas ao modelo.

Na busca por ajustar o construto, utilizou-se da estratégia de eliminar as variáveis não significativas. Inicialmente eliminou-se a variável Serviços Bancários Utilizados. Em seguida elimina-se a variável Qualidade do Relacionamento. Por fim eliminou-se o construto Disposição para ser Transparente. O modelo final é apresentado na direita da figura 18. Nota-se que o Tempo de Relacionamento e o construto Disposição para Divulgar Informações apresentam pesos semelhantes (0,21 e 0,22, respectivamente), logo os proprietários-gerente que apresentam maior tempo de relacionamento com os bancos e maior disposição para divulgar informações tendem a maiores níveis de relacionamento bancário. Na Tabela 39, foram demonstrados os índices de ajuste do construto, antes e após as alterações realizadas.

Tabela 39: Índices de ajuste do construto Relacionamentos Bancários - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajuste
Qui-quadrado (valor)	338,777	49,258
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$	$p = 0,000$
Graus de Liberdade	109,000	15,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	3,108	3,283
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,933	0,978
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,949	0,981
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,926	0,973
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,936	0,965
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,043	0,024
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,062	0,065

Fonte: dados da pesquisa

Nota-se na Tabela 39 que os índices de ajuste do modelo, inicialmente proposto, não são significativos. Após os ajustes os índices mostram-se adequados no que tange à validade convergente, à confiabilidade e à unidimensionalidade, conforme critérios estabelecidos na tese. Outra dimensão analisada nesta pesquisa são os Traços de Personalidade Gerenciais. Os procedimentos de validação desse construto são descritos na próxima seção.

4.3.2. Validação do construto Traços de Personalidade Gerenciais

Os modelos tradicionais em economia e finanças têm se baseado na premissa de que os agentes econômicos são racionais e têm expectativas homogêneas. No entanto um crescente corpo teórico e um crescente número de pesquisas em psicologia experimental relatam que as pessoas frequentemente afastam-se deste paradigma tradicional, pois as pessoas tendem a ser otimistas e excessivamente confiantes (TAYLOR e BROWN, 1988).

Parte da literatura em Psicologia e Finanças (KIDD, 1970; LARWOOD e WHITTHAKER, 1977; MOORE, 1977, TAYLOR e BROWN, 1988; MALMENDIER e

TATE, 2005; HACKBARTH, 2004; HACKBARTH, 2008; HACKBARTH, 2009) sugere que os empreendedores e os executivos são particularmente mais propensos a estes traços, tidos como Traços de Personalidade Gerenciais (GIDER e HACKBARTH, 2010). As possíveis razões incluem o processo de seleção que leva a buscar indivíduos com alto nível de confiança e de otimismo para cargos de gestão (GOEL e THAKOR, 2008).

Em termos mais específicos, diversas pesquisas na área de empreendedorismo têm demonstrado que parte significativa dos empresários apresenta maior nível de confiança e de otimismo quando comparados aos demais indivíduos (BUSENITZ e BARNEY, 1997; FORBES, 2005; SARASVATHY *et al.*, 1998). O processo de criação e de gestão empresarial apresenta altos níveis de complexidade e de incerteza, os quais podem auxiliar na seleção desse perfil (BARON, 1998; CAMERER e LOVALLO, 1999; HAYWARD *et al.*, 2006; KLAYMAN *et al.*, 1999; LICHTENSTEIN e FISCHOFF, 1977).

Neste sentido, a proposta desta tese é de que certas características gerenciais tidas como Traços de Personalidade (Otimismo, Excesso de Confiança, Senso de Controle, Aversão à Dívida e Tolerância ao Risco) enriquecem as teorias tradicionais, na medida em que tais traços poderiam influenciar as decisões de estrutura de capital, expandindo, portanto, o escopo de estudo da área. A teoria dos Traços Gerenciais, originalmente engendrada por Edwin Ghiselli, na década de 1950, propõe que as funções gerenciais advêm de características psicológicas subjacentes ao comportamento. A visão original versa sobre determinadas características como: capacidade de supervisão, realização profissional, inteligência, determinação, iniciativa e autoconfiança (GHISELLI e LODAHL, 1958).

O primeiro trabalho a criar um modelo explicativo da estrutura de capital e que vincula determinados Traços Gerenciais foi desenvolvido por Heaton (2002), seguido de Hackbarth (2004), Malmendier *et al.* (2007), Hackbarth (2008) e Hackbarth (2009) e Gider e Hackbarth (2010). Tais modelos destacam a influência do Otimismo e do Excesso de Confiança sobre a estrutura de Capital das firmas. Eles propõem, por exemplo, que os gestores otimistas acreditam que os mercados de capitais subestimam os títulos de dívida de suas firmas e, portanto, apresentam certo padrão de preferência perante as fontes de financiamento.

Gider e Hackbarth (2010) destacam que os Traços de Personalidade Gerenciais (Otimismo e Excesso de Confiança) são coexistentes, e que a estrutura de capital das firmas pode depender da magnitude e da combinação deles. Porém, evidências empíricas apontam para o fato de que os Traços de Personalidade Gerenciais são em maior número, notadamente

influenciados pelo caráter multifacetado da personalidade humana, em especial destaque pelas características implícitas ao comportamento empreendedor, tais como as crenças de autorrealização (dimensionada nesta tese pelo Senso de Controle), capacidade de planejamento e monitoramento sistemáticos (expressa pela Aversão à Dívida) e disposição para assumir riscos calculados (avaliada pela Tolerância ao Risco), tal como propõe McClelland (1972).

Dentre as diversas proposições teóricas e diversas evidências empíricas do inter-relacionamento de tais traços de personalidade, é possível citar que o Otimismo está diretamente associado à Tolerância ao Risco (DEEDS *et al.*, 1995; GOEL e THAKOR, 2000; HEATON, 2002; NOFSINGER, 2002, CAVALHEIRO, 2010 e GIDER e HACKBARTH, 2010). O Otimismo também está diretamente associado ao maior Senso de Controle sob a ótica do Locus de Controle Interno (HAYASHI *et al.*, 1999 e MENDES-DA-SILVA e YU, 2009). Da mesma forma em que o Locus de Controle Interno está associado à Tolerância ao Risco (JACOBS-LAWSON *et al.*, 2011) e a Tolerância ao Risco está associada ao Otimismo e ao Excesso de Confiança (WEINSTEIN e KLEIN, 1996).

Em oposição, o Locus de Controle Externo está associado Tolerância ao Risco e ao Excesso de Confiança (TOKUNAGA, 1993; BRAUN, 2003), assim como está relacionado à Atitude em Direção à Dívida (LIVINGSTON e LUNT, 1992; DAVIES E LEA, 1995; TRENT *et al.* 2006 e DING *et al.*, 2009). Ademais, a Atitude em Direção à Dívida está associada à Tolerância ao Risco (HUTCHINSON, 1995; VERHEUL e THURK, 2001; BREALEY e MYERS, 2003; BARBOSA e MORAES, 2003).

Apesar da íntima relação já descrita, inexistente um modelo teórico que a as relacione. Neste sentido, o reconhecimento da influência multifacetada dos Traços de Personalidade sobre as políticas organizacionais ainda é incipiente (DASKALAKIS *et al.* 2011). Apesar disto, seleciona-se tais traços de personalidade por sua relevância para explicar e prever o real comportamento dos tomadores de decisão, tal como sugerido por estudiosos em Psicologia (MERSHON e GORSUCH, 1988; GOLDBERG, 1993; PAUNONEN e ASHTON, 2001). Para Mershon e Gorsuch (1988), por exemplo, o número de fatores a serem tratados na análise da personalidade humana depende do nível de refinamento da análise.

Neste sentido, Matthews *et al.* (2009) destacam que os pesquisadores são abertos a novas construções de traços de personalidade, desde que sejam consistentes hipoteticamente. Também é importante que os Traços de Personalidade sejam significativos na vida dos

indivíduos ou para a sociedade (OZER e BENET-MARTINEZ, 2006). Para Matthews *et al.* (2009), o objetivo final das pesquisas de Traço de Personalidade é o estabelecimento de construtos válidos. A essência da validade é de que as correlações entre as variáveis e as relações de causa e efeito sejam previstas com antecedência em uma teoria científica adequada.

Ademais, para Matthews *et al.* (2009), a modelagem de equações estruturais é particularmente útil para a construção e validação de construtos associados aos traços de personalidade, em que construtos de segunda ordem permitem a definição de fatores de ordem superior, permitindo a elaboração de construtos de personalidade mais amplos e que melhor expliquem o comportamento dos indivíduos. Desta forma, busca-se validar os construtos de segunda ordem Traços de Personalidade Gerenciais, como é representado pela Figura 19.

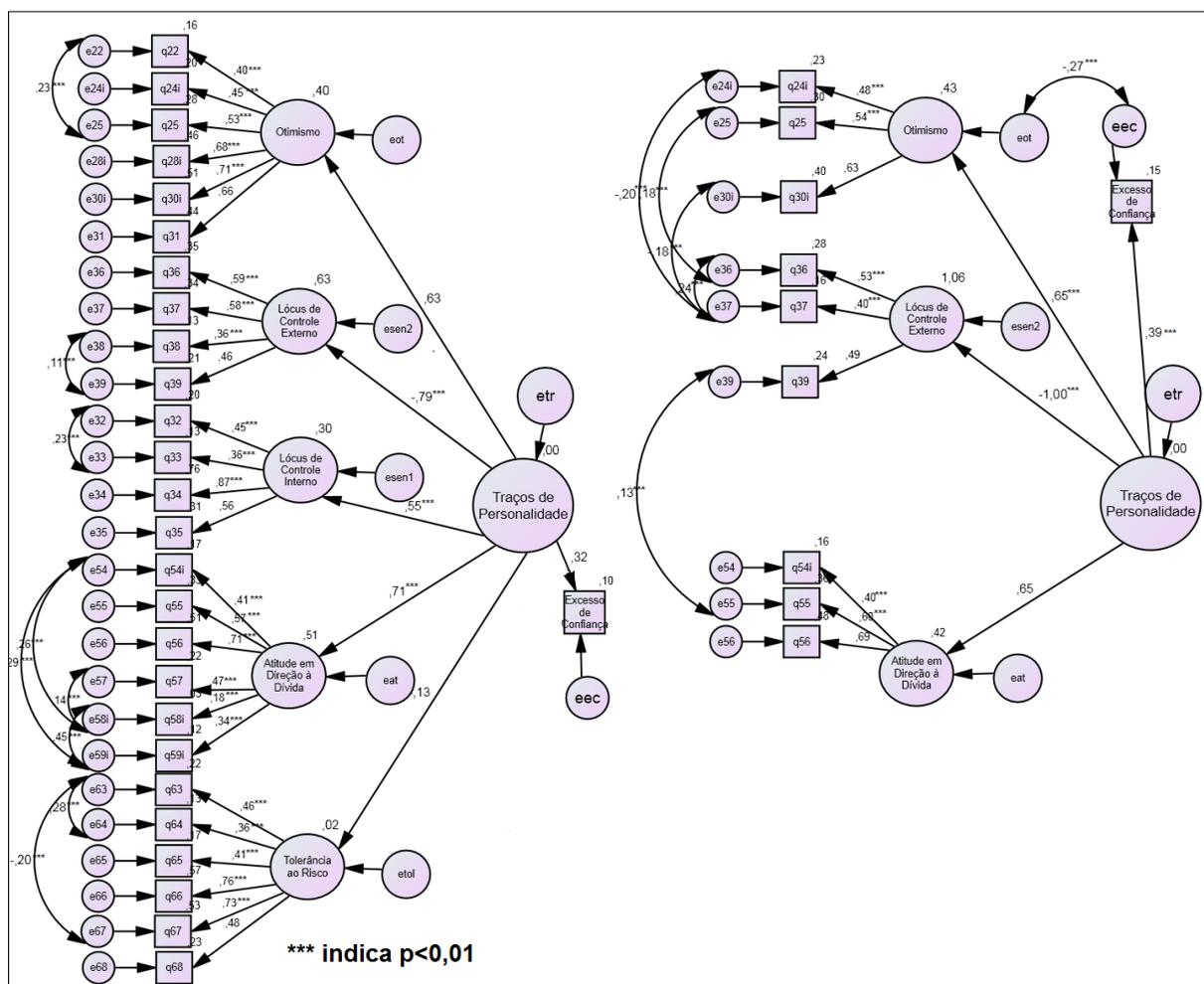


Figura 19: Modelo de mensuração com os coeficientes padronizados das variáveis do construto Traços de Personalidade Gerenciais - modelo inicial e modelo final
Fonte: elaboração própria

Na esquerda da Figura 19, apresenta-se o modelo inicialmente proposto para o construto Traços de Personalidade. Todos os construtos foram significativos à 99% de confiança, à exceção do construto Tolerância ao Risco. Salienta-se que para a variável Aversão a Dívida o valor de z não foi calculado, pois o parâmetro foi fixado em 1.

Apesar da maior parte dos coeficientes serem significativos, fazem-se necessários ajustes para tornar o construto aceitável. Nota-se na Tabela 40 (descrita na próxima página), que os indicadores que apresentaram pior desempenho foram o *Normed Fit Index* (0,753) e o *Tucker-Lewis Index* (0,804). Garson (2012) destaca que o primeiro indicador (NFI) é sensível ao tamanho da amostra. Por outro lado, Marsh *et al.* (1988) e Marsh *et al.* (1996) destacam que o TLI independe do tamanho da amostra. Igualmente, Garson (2012) comenta que o TLI penaliza a modelagem perante sua complexidade.

Nesses casos, o autor recomenda alternativas para o desenvolvimento da pesquisa: i) eliminar *loops* e efeitos recíprocos; ii) simplificar o modelo reduzindo o número de setas; iii) simplificar o modelo pela eliminação de variáveis pouco contributivas; iv) simplificar o modelo eliminando variáveis que se mostram multicolineares com as outras; v) adicionar variáveis exógenas; vi) manter pelo menos três variáveis por cada construto; vii) considerar o uso de formas alternativas de estimação.

Como estratégia de pesquisa, as alternativas i, ii e v não se mostram aplicáveis à modelagem do construto Traços de Personalidade Gerenciais. Desta forma, procede-se pela construção de uma forma alternativa de estimação: modelagem de equações estruturais generalizadas (*Generalized Structural Equation Model* – GSEM). Garson (2012) comenta que este tipo de modelagem é indicada quando há multiníveis na modelagem (construtos de segunda ou terceira ordem, por exemplo). Inicialmente procede-se pela modelagem por meio desta ferramenta, através da versão 14 do software Stata. As tentativas de modelagem se mostram ineficazes. A ineficácia dá-se pelo elevado número de variáveis latentes e pelo elevado número de covariâncias entre erros, o qual incorre na necessidade de um grande número de interações que limitam o processamento (STATA CORP, 2015).

Desta forma, procede-se pela simplificação do modelo através da eliminação de construtos e de variáveis, conforme sua significância e baixa contribuição. Elimina-se inicialmente o construto Tolerância ao Risco. Após procede-se pela eliminação das variáveis nesta mesma ordem: Q33, Q32, Q58i, Q59i, Q22, Q28, Q38, Q35, Q34, Q57 e Q31. Após passa-se à inclusão de covariâncias entre os erros das variáveis Q24 e Q37, Q30 e Q37, Q36 e Q37, Q25 e Q36 e Q39 e Q55. Por fim, adiciona-se a covariância entre os erros do construto

Otimismo e da variável Excesso de Confiança. Destaca-se que a cada exclusão de variável ou inclusão de covariâncias, um novo modelo foi estimado em que foram verificados os respectivos índices de ajuste.

A primeira e a segunda inclusão de covariâncias dá-se entre os erros das questões Q24 e Q37 e Q30 e Q37. As questões Q24 e Q30 integram o construto Otimismo. A assertiva Q37 faz parte do construto Senso de Controle. Há evidências que o Senso de Controle, relaciona-se diretamente com Otimismo dos empresários (HARRIS e MIDDLETON, 1994; WEINSTEIN e KLEIN, 1996; MCMAHON, 2005; NG *et al.*, 2006; HUI *et al.*, 2014). Outros trabalhos os relacionam em diversos contextos da vida dos indivíduos (WOLFGANG, 1973; PEACOCK e WONG, 1996; CARIFIO e RHODES, 2002).

Mais especificamente, as três variáveis tratam de dimensões intimamente ligadas: versam sobre o fatalismo e impotência. Isto é, as questões verificam se os respondentes creditam que os acontecimentos da vida provêm de causas distantes da sua ação, sendo os acontecimentos guiados, por exemplo, pela sorte ou falta dela ou até mesmo pela inevitabilidade dos acontecimentos. Adiciona-se a também a covariância dos erros das variáveis Q25 e Q36, as quais versam sobre uma visão otimista em relação ao futuro dos indivíduos, embora a segunda aponte para o fatalismo, na medida em que o respondente não vê sentido no planejamento pessoal.

A quarta covariância relaciona os erros das questões Q36 e Q37. Ambas integram o construto Senso de Controle sob a ótica do Locus de Controle Externo. Tais questões versam sobre o fatalismo e destacam a não importância do planejamento para o acontecimento de bons resultados na vida. Isto é, a responsabilidade dos bons resultados é transferida para aspectos externos ao indivíduo. Em termos mais específicos as questões medem percepção dos respondentes perante o processo de transferência da responsabilidade dos resultados os quais são atribuídos ao acaso e a sorte.

A quinta covariância liga os erros das questões Q39 e Q55. A primeira questão forma o construto Senso de Controle e trata de dimensões como fatalismo e impotência perante os resultados da vida. A questão Q55 forma o construto Aversão à Dívida e trata da importância do controle dos gastos pessoais. Nesse sentido, Dessart e Kuylen (1986), Livingstone e Lunt (1992), Tokunaga (1993), Davies e Lea (1995), Trent *et al.* (2006), Ding *et al.* (2009), Newse *et al.* (2010) evidenciam que os indivíduos que apresentavam maior Locus de Controle Externo tendem a apresentar maior nível de propensão à dívida e menor controle de gastos pessoais.

Por fim, adicionam-se a covariância entre os erros do construto Otimismo e o Excesso de Confiança. Diversas proposições teóricas e diversas evidências empíricas demonstram íntima relação dessas variáveis (MALMENDIER e TATE, 2005; HACKBARTH, 2004; HACKBARTH, 2008; HACKBARTH, 2009; GIDER e HACKBARTH, 2010). Há ainda relatos que as consideram indissociáveis, dada à forma como são medidas (MALMENDIER *et al.*, 2007; BEN-DAVID *et al.*, 2007; CAMPBELL *et al.*, 2009).

Observa-se, na direita da Figura 19, que o maior coeficiente padronizado foi observado no construto Senso de Controle, avaliado pela ótica do Locus de Controle Externo. Essa dimensão avalia a percepção, por parte do indivíduo, do poder pessoal sobre o controle, o estabelecimento, a direção e os objetivos de sua vida. Perante o resultado observado (-1,00), pode-se esperar que os indivíduos que apresentam maior percepção de controle externo tendem a apresentar menores no construto Traços de Personalidade Gerenciais. Na Tabela 40 apresentam-se os índices de ajuste do construto após as alterações realizadas.

Tabela 40: Índices de ajuste do construto Traços de Personalidade Gerenciais - modelo inicial e modelo final

Índices de ajuste	Valores iniciais	Valores após ajuste
Qui-quadrado (valor)	840,222	38,876
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$	$p = 0,05$
Graus de Liberdade	310,000	19,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	2,710	1,495
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,891	0,986
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,827	0,981
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,753	0,951
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,804	0,967
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,073	0,033
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,056	0,030

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se na Tabela 40 que o modelo inicialmente proposto não atende aos requisitos para sua validação. Com o desejo de ajustá-lo, adota-se a estratégia de exclusão de variáveis e inclusão de seis covariâncias entres os erros. Após os ajustes, o modelo apresenta índices adequados, em que a razão do qui-quadrado/graus de liberdade é inferior ao valor estabelecido (5). Igualmente, os índices de ajuste CFI, NFI e TLI, são superiores ao valor mínimo de 0,95 e os índices RMSEA e RMSR são inferiores a 0,08 e 0,05, respectivamente. Na próxima seção, apresentam-se os procedimentos para a validação do modelo integrado.

4.4. Validação do modelo integrado

Nesta seção busca-se validar o modelo integrado. A proposta une os modelos de mensuração (Relacionamento Bancário, Desempenho da Firma e Traços Gerenciais) em um modelo estrutural. Além disso, adiciona-se a variável binária gênero, em que a unidade indica que o respondente é do sexo feminino. O modelo inicial é apresentado na Figura 20.

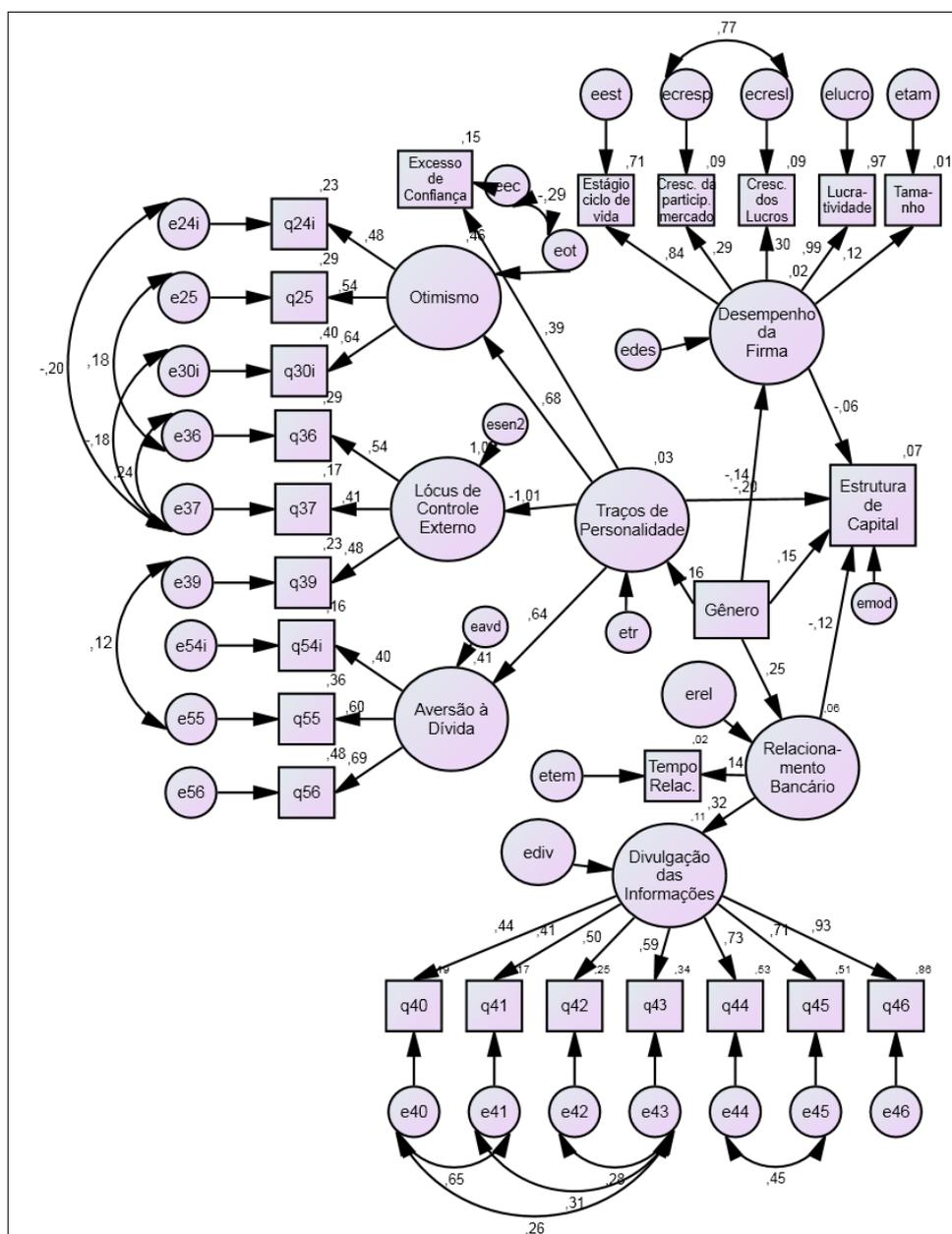


Figura 20: Modelo inicial com os coeficientes padronizados das variáveis e dos construtos
Fonte: elaboração própria

Apresenta-se, na Figura 20 o modelo integrado, em que, por simplificação, omitem-se as significâncias dos pesos calculados. Os seus resultados são demonstrados na Tabela 41.

Tabela 41: Variáveis, construtos, coeficientes padronizados e suas significâncias do modelo estrutural inicialmente proposto

Variável	Direção	Construto	Coef. padr.	Z	Sig.
Traços de Personalidade	<---	Gênero	0,164	2,931	***
Relacionamento Bancário	<---	Gênero	0,072	1,898	0,058
Desempenho da Firma	<---	Gênero	-0,136	-1,914	0,056
Estrutura de Capital	<---	Gênero	0,154	2,387	0,017
Otimismo	<---	Traços de Personalidade	0,675	5,087	***
Locus de Controle Externo	<---	Traços de Personalidade	-1,009	-6,186	***
Aversão à Dívida	<---	Traços de Personalidade	0,640	nd*	nd*
Excesso de confiança	<---	Traços de Personalidade	0,388	-6,186	***
Divulgação das Informações	<---	Relacionamento Bancário	0,325	nd*	nd*
Tempo Relac. Bancário	<---	Relacionamento Bancário	0,143	nd*	nd*
q30i	<---	Otimismo	0,635	7,599	***
q25	<---	Otimismo	0,542	6,441	***
q24i	<---	Otimismo	0,480	nd*	nd*
q39	<---	Locus de Controle Externo	0,476	6,756	***
q37	<---	Locus de Controle Externo	0,411	7,051	***
q36	<---	Locus de Controle Externo	0,540	nd*	nd*
q56	<---	Aversão à Dívida	0,692	nd*	nd*
q55	<---	Aversão à Dívida	0,600	7,837	***
q54i	<---	Aversão à Dívida	0,402	6,281	***
Crescimento dos Lucros	<---	Desempenho da Firma	0,296	2,474	***
Lucratividade	<---	Desempenho da Firma	0,987	2,523	***
Tamanho	<---	Desempenho da Firma	0,116	nd*	nd*
Cresc. Particip. de Mercado	<---	Desempenho da Firma	0,293	2,455	***
Estágio do Ciclo de Vida	<---	Desempenho da Firma	0,842	2,641	***
q42	<---	Divulgação Informações	0,502	8,289	***
q41	<---	Divulgação Informações	0,412	12,355	***
q40	<---	Divulgação Informações	0,441	nd*	nd*
q43	<---	Divulgação Informações	0,585	10,219	***
q44	<---	Divulgação Informações	0,726	9,712	***
q45	<---	Divulgação Informações	0,712	9,620	***
q46	<---	Divulgação Informações	0,928	9,695	***
Estrutura de Capital	<---	Traços de Personalidade	-0,199	nd*	nd*
Estrutura de Capital	<---	Relacionamento Bancário	-0,123	-0,641	0,521
Estrutura de Capital	<---	Desempenho da Firma	-0,059	-1,214	0,225
	e37 <-->	e36	0,181	3,809	***
	e30i <-->	e37	-0,125	-3,393	***
	e24i <-->	e37	-0,160	-4,268	***
	e42 <-->	e43	0,194	6,081	***
	e44 <-->	e45	0,217	6,995	***
	e41 <-->	e40	0,532	12,207	***
	e41 <-->	e43	0,224	6,689	***
	e40 <-->	e43	0,184	5,651	***
	ecresp <-->	eest	0,704	14,205	***
	eec <-->	eot	-0,096	-3,383	***
	e25 <-->	e36	0,131	3,555	***
	e39 <-->	e55	0,085	2,263	***

*nd= dado não disponível pois o valor de z não foi calculado, em que o parâmetro foi fixado em 1, devido às exigências do modelo; ***Significativo à 0,01. Fonte: dados da pesquisa

Observa-se, na Tabela 41, que quatro pesos não são significativos à 99% de confiança. A primeira variável não significativa é o gênero, o qual é determinante do Relacionamento Bancário e do Desempenho da Firma. Outros pesos não significativos são o Relacionamento Bancário e o Desempenho da Firma, ambos determinantes da Estrutura de Capital.

Tabela 42: Índices de ajuste do modelo integrado- modelo inicial

Índices de ajuste	Valores iniciais
Qui-quadrado (valor)	674,733
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,000$
Graus de Liberdade	258,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	2,646
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,911
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,898
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,848
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,881
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,080
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,055

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que o modelo integrado não atende aos requisitos para sua validação, dado que os índices de ajuste CFI, NFI e TLI, não atingem o valor mínimo de 0,95. Além disso, os indicadores RMSR e RMSEA são superiores ao máximo estabelecido nesta tese. Na busca de validar o modelo, procede-se, inicialmente, pela eliminação do construto Relacionamento Bancário, dado que ele não é significativo. Em substituição, adiciona-se a variável Serviços Bancários, como forma de medir a força da relação bancária (ONGENAH e SMITH, 2000).

Essa variável torna-se importante na medida em que as informações geradas, através da verificação dos serviços prestados pelo banco, permitem, ao agente de crédito, melhor avaliar o seu cliente e, como consequência, o decréscimo da assimetria de informação, potencializando o acesso ao crédito (KANE e MALKIEL, 1965; WOOD, 1975; BLACK, 1975; NAKAMURA, 1993; VALE, 1993; RAJAN, 1998).

Além deste ajuste, são realizadas outras duas alterações. A variável gênero, que na proposta inicial, é diretamente ligada ao construto Traços Gerenciais, na nova proposta liga-se ao construto Otimismo. Neste sentido, há evidências de que o gênero influencia o otimismo disposicional (FELTON, 2002; PATTON *et al.*, 2004; LYONS *et al.*, 2009; PUSKAR *et al.*, 2010). Elimina-se também a sua ligação com a estrutura de capital dado que não fora significativa. Porém a relação permanece indireta, pois o gênero feminino influencia o Desempenho da Firma, os Serviços Bancários utilizados e o construto Otimismo.

Com o desejo de ajustar o modelo, também se adota a estratégia de inclusão das covariâncias. Em primeiro lugar, inclui-se a covariância entre os erros das variáveis Lucratividade e Crescimento dos Lucros. Esta inclusão se dá pela afinidade entre as duas questões, em razão da forma como elas são avaliadas. Isto é, a Lucratividade poder estar diretamente relacionada ao Crescimento dos Lucros do período. Ademais, os proponentes do construto observam uma correlação moderada e positiva (0,29 e sig. 0,000) entre elas.

Inclui-se também a covariância entre o erro das variáveis: Lucratividade e Crescimento da Participação de Mercado. Também se adiciona a covariância entre os erros das variáveis Crescimento dos Lucros e Crescimento da Participação de Mercado. A relação entre estas três variáveis pode ser explicada da seguinte forma: a variação da Lucratividade pode ser influenciada pela variação da eficiência dos seus custos fixos. A variação da eficiência, por outro lado poderia ser consequência da variação do volume das vendas. Por sua vez, a variação das vendas dá-se pela variação da participação de mercado da firma. Neste sentido, diversas evidências apontam para a existência destas relações (CRONIN JR. e PAGE JR., 1988; FRANK e GOYAL, 2003; SORENSON *et al.* 2009).

Frank e Goyal (2003), por exemplo, observam uma correlação positiva (0,43 e sig. 0,000) entre lucratividade e o logaritmo natural das vendas, denotando que o crescimento das vendas influencia positivamente a lucratividade da firma. Cronin Jr. e Page Jr. (1988), por outro lado, evidenciam que a lucratividade depende positivamente da margem bruta, da participação de mercado da firma e do crescimento das vendas. Ademais, Sorenson *et al.* (2009) observam uma relação positiva (0,50 e sig. 0,000) entre a variação dos lucros e a variação da participação de mercado das firmas analisadas .

Também se inclui a covariância dos erros das variáveis Estágio do Ciclo de Vida e Lucratividade, assim como se inclui a covariância entre os erros das variáveis Estágio do Ciclo de Vida e Crescimento dos Lucros. Esta inclusão dá-se pela forma como se concebe o conceito de Estágio de Ciclo de Vida. A esta variável associa-se a ideia de crescimento e desenvolvimento da empresa. Ademais, diversas evidências empíricas apontam para o fato de a lucratividade aumentar até o estágio de maturidade e manter-se estável ou decair nas últimas fases do ciclo de vida (GREINER 1972; GAIBRAITH 1982; CHURCHILL e LEWIS, 1983; MAC AN BHAIRD, 2010; MAC AN BHAIRD e LUCEY, 2011).

Adiciona-se também a covariância entre os erros das variáveis Crescimento dos Lucros e Tamanho da firma. Igualmente se adiciona a covariância entre os erros das variáveis Lucratividade e Tamanho da empresa. Tais inclusões podem ser explicadas pela ótica da *pecking order theory*, pois na medida em que os lucros aumentam, pode-se esperar que eles sejam preferidos, em oposição à dívida, no processo de investimento da firma, aumentando, portanto, o valor dos ativos da empresa. Já Fluck *et al.* (1998) argumentam esta relação de forma diferente: sob a ótica da carteira de investimentos do empreendedor.

Para os autores, os proprietários-gerentes mais avessos ao risco investiriam menos recursos no início do empreendimento, pois eles o reconheceriam como sendo mais arriscado.

Na medida em que o tempo passa e a empresa cresce em tamanho, os projetos são conhecidos pelo empresário, diminuindo a sua percepção de risco e fazendo com que eles estivessem mais dispostos a reinvestir na empresa, utilizando-se também os lucros retidos para este fim.

Neste sentido, Titman e Wessels (1988) encontram uma moderada correlação positiva (0,53) entre Lucratividade e Crescimento dos Ativos, denotando que o aumento da Lucratividade influencia positivamente no Tamanho da firma. Já Yang *et al.* (2010) observam que o logaritmo natural das vendas está positivamente correlacionado (0,21 e sig. 0,000) à lucratividade das vendas (lucro operacional) e ao logaritmo natural do ativo total (0,86 e sig. 0,000), denotando que o aumento da lucratividade é positivamente associado ao tamanho dos ativos das empresas.

Após tais acréscimos, adiciona-se também três covariâncias entre os erros das questões do construto Traços de Personalidade Gerenciais. Elas foram incluídas entre os erros das questões Q24i e Q39, entre os erros das questões Q25 e Q36 e entre os erros das questões Q25 e Q39. As questões Q24i e Q25 formam o construto Otimismo, as demais fazem parte do construto Senso de Controle. Neste sentido, há evidências como em Harris e Middleton (1994), Weinstein e Klein (1996) e Ng *et al.* (2006) de que o Senso de Controle está intimamente relacionado ao otimismo disposicional dos empresários.

Em termos mais específicos, as variáveis Q24i e Q39 tratam de dimensões intrinsicamente ligadas: versam sobre o fatalismo e a impotência perante os resultados da vida. Isto é, as questões verificam se os respondentes creditam que os acontecimentos de suas vidas provêm de causas distantes da sua ação. As variáveis Q25 e Q39 também tratam de dimensões intimamente ligadas, embora sua relação seja negativa.

A primeira questão (Q25) trata de uma visão positiva e otimista em relação ao futuro. A segunda (Q39) trata da percepção de pouco controle sobre os resultados negativos da vida. Tal relacionamento é apontado na Psicologia, sendo que Rodrigues e Pereira (2007), por exemplo, destacam uma relação direta entre locus de controle (interno ou externo) com o humor positivo e com o otimismo. Para os autores, os indivíduos com baixo Locus de Controle Interno (ou alto nível de Locus de Controle Externo) tendem a apresentar uma visão pouco otimista da vida e desenvolver humor deprimido, por exemplo. Esse relacionamento é evidenciado em estudos da área de Psicologia, tais como Guarnera e Williams (1987), Carifio e Rhodes (2002), NG *et al.* (2006), Kostka e Jachimowicz (2010), por exemplo.

Adiciona-se também a covariância entre os erros das questões Q25 e Q56. A primeira forma o construto Otimismo e trata de uma visão otimista do futuro dos indivíduos. A segunda forma o construto Aversão à Dívida, em que a questão mede o grau de controle dos gastos com lojas e cartões de crédito. Neste sentido, Boddington e Kemp (1999), constataram que o otimismo pode influenciar o controle financeiro dos indivíduos. De maneira semelhante foi observado por Diniz *et al.* (2014), os quais demonstraram que o otimismo também exerce influencia negativa sobre o uso de cartões de crédito.

Outras duas covariâncias são adicionadas entre os erros das questões Q37 e Q55 e entre os erros das questões Q39 e Q55. As questões Q37 e Q39 formam o construto Senso de Controle e tratam de dimensões como fatalismo e impotência perante os resultados da vida. A questão Q55 forma o construto Aversão à Dívida e trata da importância do controle dos gastos pessoais. Neste sentido, Dessart e Kuylen (1986), Livingstone e Lunt (1992), Tokunaga (1993), Davies e Lea (1995), Trent *et al.* (2006), Ding *et al.* (2009), Newse *et al.* (2010) evidenciam que os indivíduos que apresentavam maior Locus de Controle Externo tendem a apresentar maior nível de propensão à dívida e menor controle de gastos pessoais.

Acresce-se também outras duas covariâncias são adicionadas entre os construtos do modelo. A primeira relaciona os erros dos construtos Senso de Controle e Desempenho da Firma e a segunda entre os erros dos construtos Otimismo e Desempenho da Firma. Estes relacionamentos podem ser explicados sob a ótica comportamental. Na medida em que o indivíduo apresenta-se mais otimista perante o futuro e menos exposto ao fatalismo, maior controle ele poderá perceber sob os resultados de sua vida e da sua empresa, elevando a probabilidade de uma gestão mais eficiente dado que a crença do autocontrole e o otimismo são características determinantes do perfil empreendedor de sucesso (MCCLELLAND, 1972; WELSH e WHITE, 1981; DORNELAS, 2008).

Por fim, adiciona-se, também, outra covariância entre os erros do construto Desempenho da firma e entre os erros da variável Serviços Bancários Utilizados. Esta inclusão pode ser explicada pela esperança de maior oferta de produtos e serviços à empresa, pois na medida em que a empresa cresce e se desenvolve, cresce também a necessidade de serviços bancários diferenciados, assim como também cresce o número de serviços oferecidos à ela (NAKAMURA, 1993; VALE, 1993; RAJAN, 1998). Após tais alterações, o modelo proposto apresenta-se adequado, e os resultados finais são apresentados na Tabela 43.

Tabela 43: Índices de ajuste do modelo integrado - modelo final

Índices de ajuste	Valores após ajuste
Qui-quadrado (valor)	134,299
Qui-quadrado (probabilidade)	$p = 0,051$
Graus de Liberdade	109,000
Qui-quadrado / Graus de Liberdade	1,232
GFI - <i>Goodness of Fit</i>	0,974
CFI - <i>Comparative Fit Index</i>	0,988
NFI - <i>Normed Fit Index</i>	0,951
TLI - <i>Tucker-Lewis Index</i>	0,983
RMSR - <i>Root Mean Square Residual</i>	0,039
RMSEA - <i>Root Mean Square Error of Approximation</i>	0,021

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que o modelo, após os ajustes, apresenta índices adequados para: i) validade convergente, dado que os índices CFI, GFI, NFI e TLI são superiores a 0,95 e os índices RMSR e RMSEA são inferiores a 0,05 e 0,08, respectivamente, e ii) unidimensionalidade, dado que o valor dos resíduos padronizados são inferiores a 0,05. Todos os coeficientes são significativos, tal como demonstra-se na Tabela 44.

Tabela 44: Coeficientes padronizados e significância das variáveis do modelo proposto na tese - modelo final

Variável	Dir.	Construto	Coef. Pad.	z	p
Otimismo	<---	Traços de Personalidade Gerenciais	0,527	4,485	***
Lócus de Controle Externo	<---	Traços de Personalidade Gerenciais	-0,999	-5,420	***
Aversão à Dívida	<---	Traços de Personalidade Gerenciais	0,671	nd*	nd*
Excesso de Confiança	<---	Traços de Personalidade Gerenciais	0,393	5,415	***
Desempenho da Firma	<---	Gênero	-0,313	-4,862	***
Otimismo	<---	Gênero	0,205	3,817	***
Serviços Bancários	<---	Gênero	-0,104	-2,447	***
q30i	<---	Otimismo	0,670	7,021	***
q25	<---	Otimismo	0,493	6,402	***
q24i	<---	Otimismo	0,474	nd*	nd*
q39	<---	Lócus de Controle Externo	0,437	6,045	***
q37	<---	Lócus de Controle Externo	0,460	7,321	***
q36	<---	Lócus de Controle Externo	0,554	nd*	nd*
q56	<---	Aversão à Dívida	0,671	nd*	nd*
q55	<---	Aversão à Dívida	0,621	7,874	***
q54i	<---	Aversão à Dívida	0,403	6,488	***
Cresc. dos Lucros (Q11)	<---	Desempenho da Firma	0,262	3,682	***
Lucratividade (Q10)	<---	Desempenho da Firma	0,267	3,877	***
Tamanho (Q73)	<---	Desempenho da Firma	0,557	nd*	nd*
Cresc. Partic. Mercado (Q12)	<---	Desempenho da Firma	0,278	3,983	***
Estágio do Ciclo de Vida	<---	Desempenho da Firma	0,262	3,876	***
Estrutura de Capital	<---	Traços de Personalidade Gerenciais	-0,130	-2,249	***
Estrutura de Capital	<---	Serviços Bancários	0,234	3,533	***
Estrutura de Capital	<---	Desempenho da Firma	-0,428	-4,404	***
	eser <-->	edes	0,262	6,248	***
	eot <-->	edes	0,074	3,184	***
	edes <-->	esen2	-0,068	-2,601	***
	e37 <-->	e36	0,136	2,586	***
	e30i <-->	e37	-0,120	-3,169	***
	e24i <-->	e37	-0,158	-4,197	***

Tabela 44 (continuação)

ecresp	<-->	eest	0,141	3,238	***
ecresl	<-->	elucro	0,221	4,901	***
ecresl	<-->	ecresp	0,717	13,063	***
elucro	<-->	ecresp	0,217	4,883	***
elucro	<-->	eest	0,761	13,789	***
ecresl	<-->	eest	0,165	3,713	***
e39	<-->	e55	0,087	2,296	***
e37	<-->	e55	0,085	2,397	***
e25	<-->	e56	0,075	2,138	***
e24i	<-->	e39	-0,091	-2,353	***
e25	<-->	e39	-0,111	-2,775	***
e25	<-->	e36	0,092	2,542	***
eec	<-->	eot	-0,069	-2,650	***
ecresl	<-->	etam	-0,045	-1,620	***

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que todas as variáveis e as covariâncias apresentaram significância à 99% de confiança, e o construto que mais impactou na estrutura de capital é o desempenho da firma (-0,428). O sinal negativo indica que quanto maior desempenho da firma, menor é a alavancagem observada. Na próxima seção, realiza-se a análise dos resultados do modelo desenvolvido nesta tese.

4.5. Análise do modelo

Após validar individualmente cada um dos construtos e suas variáveis formativas, e além do modelo integrado, busca-se avaliar os seus resultados. Inicia-se pela exame do construto Desempenho da Firma. Na sequência, passa-se à análise da variável Serviços Bancários. Após, avalia-se o impacto dos Traços de Personalidade Gerenciais sobre as decisões de estrutura de capital. Em seguida, analisa-se a influência do gênero. Por fim realiza-se uma síntese dos principais resultados evidenciados na pesquisa.

4.6.1. Análise da influência do construto Desempenho da firma

Na Figura 21, observa-se o modelo integrado final com os coeficientes padronizados, em que, por um processo de simplificação, omite-se a significância das variáveis. Nesta tese propõe-se a hipótese nula de que o Desempenho da Firma é inversamente associado ao nível de endividamento das empresas. Observa-se, na Tabela 44, que o construto Desempenho da Firma, formado pelas variáveis Lucratividade, Crescimento dos Lucros, Crescimento da

Participação de Mercado, Tamanho dos Ativos e Estágio do Ciclo de Vida apresenta relação negativa (coeficiente padronizado igual a $-0,428$) com a estrutura de capital.

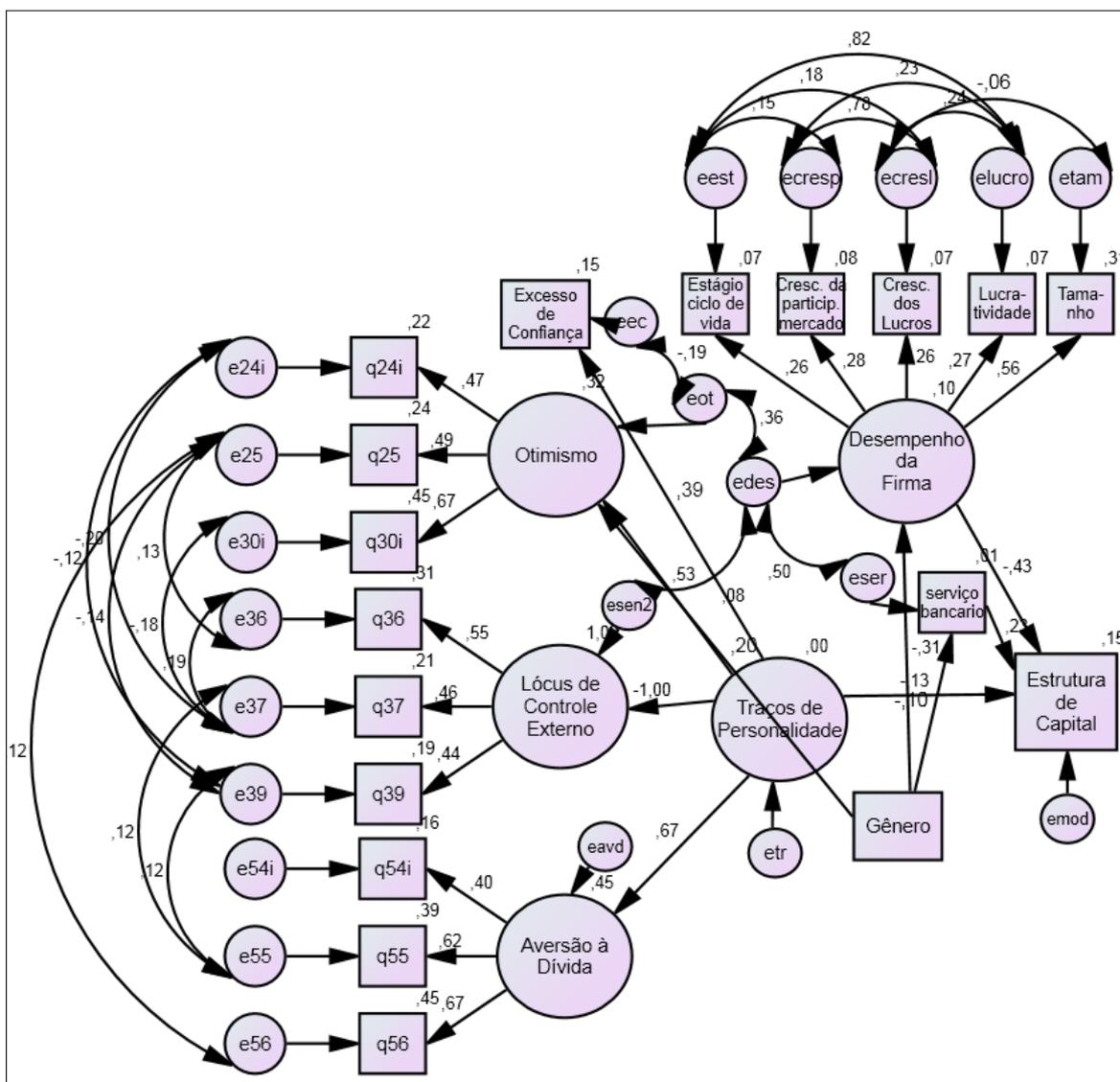


Figura 21: Modelo integrado final com os coeficientes padronizados
Fonte: elaboração própria

Sob a ótica da Teoria da Agência, Jensen (1986) e Stulz (1990) sustentam a ideia de que as empresas com menor velocidade de crescimento tendem a apresentar maiores níveis de endividamento. No que tange a evidências empíricas, relativamente a pequenas empresas, Heyman *et al.* (2008), por exemplo, observam que as firmas de maior crescimento apresentam menor nível de endividamento. Este efeito também é evidenciado na pesquisa desenvolvida neste estudo.

Nesta tese, utilizam-se duas *proxies* para avaliar o crescimento. Observa-se que o Crescimento dos Lucros (coeficiente igual a 0,262) e o Crescimento da Participação de Mercado (0,278) são positivamente relacionados ao construto Desempenho da Firma e este negativamente relacionado (-0,428) com a alavancagem, denotando que quanto maior o crescimento dos lucros e maior o crescimento da participação de mercado, menor é a utilização de dívidas na estrutura de capital. Tal resultado é explicado pela *pecking order theory*.

De acordo com a teoria de hierarquização das fontes de financiamento, a firma não define a estrutura de capital ótima. Por outra via, Myers (1984) apresenta uma hierarquia de preferências na escolha das fontes de financiamento das empresas, em que os agentes internos irão preferir financiar suas atividades com a riqueza criada internamente. Sob esta vertente teórica, as empresas mais lucrativas recorrerão a fundos gerados internamente e, como consequência, tenderão a apresentar menor grau de endividamento.

Os resultados do modelo final são consistentes com o que propõe a *pecking order theory* e são compatíveis com outras evidências empíricas (CHITTENDEN *et al.*, 1996; MICHAELAS *et al.*, 1999). Também se observa uma relação negativa entre a lucratividade e o uso de capital de terceiros, na medida em que a Lucratividade da Firma (coeficiente padronizado igual a 0,267) é positivamente relacionada ao construto Desempenho da Firma e este negativamente associado ao endividamento. Isto é, quanto maior a lucratividade da empresa, menor é a proporção de capital de terceiros em sua estrutura de capital.

Observa-se ainda, que o maior coeficiente padronizado do construto Desempenho da Firma é associado à variável Tamanho da Firma (coeficiente padronizado igual a 0,557). A teoria dos custos de falência, proposta por Scott Jr. (1976), sugere uma relação positiva entre o nível de endividamento e o tamanho da empresa. No contexto das micro e pequenas empresas, Giudici e Paleari (2000) e Klapper *et al.* (2006) chegaram à mesma conclusão: o tamanho da firma está diretamente relacionado com a alavancagem de tais empresas.

Apesar disso, diversos autores observaram que o maior volume de endividamento encontra-se nas menores empresas (NGUYEN e RAMACHANDRAN, 2006; GARCÍA-TERUEL e MARTÍNEZ-SOLANO, 2007; DASKALAKIS e PSILLAKIB, 2008; NEWMAN *et al.* 2012). Baker e Martin (2011) citam que tal ambiguidade baseia-se na forma como se analisa o tema: sob a ótica da teoria de *trade-off* ou sob a ótica da *pecking order*.

Observa-se, no modelo final, que o Tamanho da Firma está positivamente relacionado (coeficiente igual a 0,557) ao construto Desempenho da Firma e este negativamente associado

(coeficiente igual a -0,428) ao nível de endividamento das empresas. Esse resultado pode ser explicado pela ótica da *pecking order theory*, pois na medida em que os lucros aumentam, seria possível esperar que os proprietários-gerentes optem por reinvesti-los na própria firma, aumentando o valor dos ativos da empresa.

Apesar de Holmes e Kent (1991), destacarem que a *pecking order theory* parece particularmente importante para explicar a estrutura de capital das micro e pequenas empresas. Esta teoria propõe que nenhum nível ótimo de estrutura de capital torna-se evidente para a empresa. Pelo contrário, ela varia ao longo do seu ciclo de vida, desde o seu surgimento até a sua morte. Assim, a estrutura ótima é ajustada em resposta às necessidades financeiras da empresa ao longo do seu ciclo de vida.

Para dimensionar o Estágio do Ciclo de Vida, associa-se, nesta tese, a ideia de crescimento e desenvolvimento da empresa, em que se observa no modelo final uma relação positiva (coeficiente igual a 0,262) entre o Estágio do Ciclo de Vida da Firma e o construto Desempenho da Firma e este estabelece uma relação negativa (-0,428) ao nível de alavancagem. Denotando que, na medida em que a empresa cresce e desenvolve, isto é, evolui no seu estágio do ciclo de vida, menor é a observância de dívidas na estrutura de capital.

Neste sentido, diversas evidências empíricas corroboram com o fato de o endividamento cair na medida em que a empresa evolui em seu ciclo de vida (BERGER e UDELL 1988; REBELO, 2003; MAC AN BHAIRD e LUCEY, 2010; MAC AN BHAIRD, 2010; LA ROCCA *et al.*, 2011; SÁNCHEZ-VIDAL e MARTÍN-UGEDO, 2012; ALVES, 2013). A principal razão, apontada por Mac an Bhaird (2010), para o decréscimo da alavancagem, é o aumento da proporção dos lucros retidos na estrutura de capital.

A partir destes resultados pode-se concluir que, para a amostra selecionada, o construto Desempenho da Firma é o maior determinante da estrutura de capital, em que o seu maior determinante é a variável tamanho dos ativos. Isto é, quanto maior a empresa, menor é a alavancagem observada. Ademais, percebe-se que a teoria que melhor explica as relações do construto e a estrutura de capital das empresas é a *pecking order theory*, na medida em que se observa que quanto maior a lucratividade, maior crescimento, maior tamanho dos ativos ou mais avançada no estágio do ciclo de vida, menor é a observância de dívidas na estrutura de capital. Na próxima seção analisam-se os resultados do modelo final, sob a ótica de relacionamentos bancários.

4.6.2. Análise da influência dos relacionamentos bancários

A dimensão relacionamentos bancários, proposta inicialmente, é formada pelas variáveis: Qualidade e Tempo de Relacionamento Bancário, Quantidade de Serviços Bancários Utilizados e pelos construtos Disposição para ser Transparente e Disposição para Divulgar Informações. A suposição básica é de que a proximidade entre os agentes propicia a redução da assimetria de informação e dos problemas de agência, potencializando o acesso ao crédito (FAZZARI *et al.*, 1988; HOSHI *et al.*, 1991; BERNANKE e GERTLER, 1995). A partir disso, propôs-se a hipótese nula de que os relacionamentos bancários são positivamente relacionados ao nível de endividamento das empresas.

Observa-se, no modelo final que, a variável Serviços Bancários é positivamente relacionada (coeficiente padronizado igual a 0,234) à estrutura de capital das firmas, em que se pode concluir que quanto maior o número de serviços bancários utilizados, maior é o nível de endividamento. Esse resultado pode ser avaliado pela teoria da informação assimétrica.

Os precursores desta teoria foram Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Em termos mais específicos, Leland e Pyle (1977) destacam que, em pequenas empresas, o problema informacional torna mais difícil a avaliação dos credores. Por outra via, autores como Uzzi (1999) e Arregle *et al.* (2007) destacam que as relações individuais e bancárias, mutuamente confiantes, melhoram o acesso aos recursos. A relação bancária, por outro lado, é definida como uma conexão entre um banco e seu cliente, dimensionada pelo tempo de relacionamento e pelo escopo de produtos utilizados, mensurada pelo número dos serviços oferecidos pelo banco e utilizados pelo seu cliente (ALLEN *et al.*, 1991; DEGRYSE e VAN CAYSEELE, 2000; ONGENAH e SMITH, 2000 e ELSAS, 2005;).

O número de serviços utilizados torna-se importante na medida em que as informações geradas, através da verificação dessas transações, permitem ao banco a realização de uma melhor avaliação do seu cliente e, como consequência, o decréscimo da assimetria de informação, potencializando o acesso ao crédito (HODGMAN, 1961; HODGMAN, 1963; KANE e MALKIEL, 1965; WOOD, 1975; BLACK, 1975; NAKAMURA, 1993; VALE, 1993; RAJAN, 1998; ONGENAH e SMITH, 2000). Para Ongenah e Smith (2000), por exemplo, se o agente de crédito oferece maior número de serviços à empresa, ele pode criar uma imagem mais adequada das atividades operacionais e financeiras de seu cliente, diminuindo a assimetria de informação e potencializando, portanto, o acesso ao crédito.

4.6.3. Análise da influência do construto Traços de Personalidade Gerenciais

Segundo McCrae e Costa (1997), a teoria dos traços de personalidade define que o indivíduo é formado por um conjunto de traços básicos que, agregados, formam a plenitude do ser. Matthews *et al.* (2009) explicam que os traços de personalidade são relativamente estáveis ao longo do tempo e são determinantes do comportamento.

Uma derivação da teoria dos traços de personalidade é a Teoria dos Traços Gerenciais, inicialmente proposta por Edwin Ghiselli. A teoria começou a ser delineada na década de 1950 e desenvolveu as bases para determinar os traços de personalidade que contribuem para o sucesso de um gestor. Tal teoria também contribuiu para se estabelecer as características determinantes do perfil empreendedor de sucesso (MCCLELLAND, 1972; WELSH e WHITE, 1981; DORNELAS, 2008). Nesta perspectiva, um crescente corpo de pesquisas, em Psicologia experimental, têm relatado a influência de determinados Traços Gerenciais, tais como a confiança e o otimismo, em decisões sobre estrutura de capital.

O primeiro trabalho a criar um modelo que vincula os Traços de Personalidade Gerenciais e a estrutura de capital foi desenvolvido por Heaton (2002), seguido de Hackbarth (2004), Malmendier *et al.* (2007), Hackbarth (2008) e Hackbarth (2009) e Gider e Hackbarth (2010). Tais modelos propõem que os gestores otimistas e excessivamente confiantes apresentam certo padrão de preferência pelo uso de recursos gerados internamente à organização. Para Gider e Hackbarth (2010), tais evidências sugerem que a teoria de Traços de Personalidade Gerenciais pode explicar a variação residual das demais abordagens.

Sob a perspectiva de complementaridade ao estudo da estrutura de capital das firmas, propôs-se nesta pesquisa a hipótese nula de que os Traços de Personalidade Gerenciais estariam negativamente associados ao nível de endividamento das firmas. Como resultado, observa-se esta relação negativa (coeficiente padronizado igual a -0,130) com a alavancagem das firmas participantes da pesquisa, donde conclui-se que quanto maior o Otimismo (coeficiente igual a 0,527), maior Aversão à Dívidas (coeficiente igual a 0,671), maior Excesso de Confiança (coeficiente igual a 0,393) e menor Locus de Controle Externo (coeficiente igual a -0,999), menor é o seu efeito.

Em termos mais específicos, o Otimismo tem sido estudado como um traço de personalidade e está associado à extroversão e estados emocionais positivos. No contexto desta pesquisa, observa-se uma relação positiva entre o Otimismo e o construto Traços de

Personalidade Gerenciais (coeficiente igual a 0,527) e este negativamente associado ao endividamento (coeficiente igual a -0,130).

Este resultado corrobora com outras proposições teóricas e outras evidências empíricas, os quais demonstram que os empresários que são otimistas seriam mais confiantes no uso de capital próprio em oposição à dívida (DEEDS *et al.*, 1995; HACKBARTH, 2008, HACKBARTH, 2009; GIDER e HACKBARTH, 2010; MALMENDIER *et al.*, 2011). Tal relutância no acesso ao financiamento externo resultaria em baixos níveis de dívida externa, influenciados pela expectativa de bons retornos em seus projetos de investimento, influenciando o proprietário-gerente a buscar fontes internas de capital (ROSS, 1977; VAN AUKEN e CARTER, 1989).

Assim como o Otimismo, o Excesso de Confiança está diretamente relacionado com a preferência pelo financiamento interno perante o financiamento externo. Nesta pesquisa observa-se que o Excesso de Confiança está positivamente associado (coeficiente igual a 0,393) ao construto Traços de Personalidade Gerenciais e este negativamente ligado (coeficiente igual a -0,130) ao endividamento. Tais resultados corroboram com as evidências de que os gestores excessivamente confiantes amplamente preferem o financiamento interno em detrimento ao financiamento externo (DEEDS *et al.*, 1995; MALMENDIER *et al.*, 2007; CORDEIRO, 2009; MALMENDIER *et al.*, 2011).

Assim como o Otimismo e o Excesso de Confiança, a Aversão à Dívida está positivamente ligada (coeficiente padronizado igual a 0,671) ao construto Traços de Personalidade Gerenciais e este negativamente ligada (coeficiente padronizado igual a -0,130) à estrutura de capital, denotando que quanto maior à Aversão à Dívidas do proprietário-gerente, menor é o endividamento das firmas por eles geridas.

Nesse sentido, evidências empíricas destacam que as opções de alavancagem pessoal são positivamente alinhadas com as escolhas de alavancagem empresarial (MATTHEWS *et al.*, 1994; HAILU *et al.*, 2005; CRONQVIST *et al.*, 2012; HOANG e OTAKE, 2014). Matthews *et al.* (1994), por exemplo, propõem que as decisões sobre estrutura de capital são influenciadas pela atitude do empresário em direção à dívida, de modo que os mais propensos à dívida tendem a apresentar maior alavancagem em suas empresas. Tais resultados empíricos são suportados pela teoria da consistência comportamental, a qual propõe que os indivíduos tendem a apresentar comportamentos consistentes em diferentes contextos (CRONQVIST *et al.*, 2012).

Diferentemente do Otimismo, do Excesso de Confiança e da Aversão à Dívida, observa-se, nesta pesquisa, que o Senso de Controle, sob a ótica do Locus de Controle Externo está negativamente associado (coeficiente igual a -0,999) ao construto Traços de Personalidade Gerenciais. Este, por outra via, está negativamente ligado (coeficiente igual a -0,130) ao endividamento das firmas, denotando que, quanto menor o Locus de Controle Externo, menor é a alavancagem. Isto é, quando o controle dos resultados da vida dos proprietários-gerente é menos percebido externamente, menor é a ocorrência de dívidas, no contexto de estrutura de capital das firmas, por eles geridas.

Neste sentido, o senso de controle é frequentemente denominado de controle percebido e refere-se à percepção do indivíduo sobre o nível de controle disponível em um determinado contexto (MOULDING e KYRIOS, 2007). Porém, as pessoas apresentam variação quanto à percepção de controle. Alguns acreditam que podem conseguir tudo aquilo que colocam em suas mentes, no que creem e que são responsáveis pelos seus próprios sucessos e fracassos. Outros imaginam que a ocorrência de bons resultados em suas vidas depende fortemente da sorte, sentindo, por consequência, que têm pouco controle de suas vidas (MIROWSKY, 1995). No contexto da pesquisa, quanto menor é a observância de controle externo ao proprietário-gerente, menor é a ocorrência de uso de dívidas na estrutura de capital das firmas.

Especificamente quanto à relação do senso de controle com a estrutura de capital, esta pesquisa corrobora com outras evidências empíricas, as quais demonstram a existência da relação do senso de controle e a propensão ao endividamento, de modo que quanto maior o Locus de Controle Externo, maior a probabilidade da existência de dívidas (LIVINGSTONE e LUNT, 1992; TOKUNAGA, 1993; TRENT *et al.*, 2006; MEWSE *et al.*, 2010; KOROPP *et al.*, 2014).

Em síntese, tem-se que o construto Traços de Personalidade Gerenciais impacta de maneira significativa (-0,130, sig. 0,000) as decisões sobre estrutura de capital. Observa-se na pesquisa que quanto maior o otimismo, o excesso de confiança, a aversão à dívidas e menor o locus de controle externo, menor é a alavancagem. Portanto, os indivíduos tenderiam a preferir os recursos gerados internamente em oposição ao uso de dívidas na estrutura de capital das micro e pequenas empresas participantes da pesquisa. Na próxima seção analisa-se a influência indireta do gênero nas decisões sobre estrutura de capital.

4.6.4. Análise da influência do gênero na estrutura de capital

O empreendedorismo feminino tem importante impacto na sociedade atual. Em recente pesquisa, GEM (2011), demonstra que as empreendedoras são em maior número no Brasil. Apesar disso, diversas evidências empíricas apontam para a dificuldade da mulher em acessar serviços de crédito por razões estereotipadas (RIDING e SWIFT, 1990; BUTTNER e ROSEN, 1988; BUTTNER e ROSEN, 1989; FAY e WILLIAMS, 1993; MWOBOWIA, 2012). Ou ainda paga-se mais caro pelo crédito, embora não haja evidências de maior risco perante o gênero feminino (ALESINA *et al.*, 2013). Assim como são criadas maiores barreiras ao uso de serviços bancários (CLUTTERBUCK e DEVINE, 1987; BUTTNER e ROSEN, 1988; CARTER e CANNON, 1992; KOPER, 1993; STEVENSON e ST-ONGE, 2005; MWOBOWIA, 2012).

Esta pesquisa corrobora com tais evidências, na medida em que se observa uma relação negativa (coeficiente igual à -0,104) e significativa (sig. 0,000) entre o gênero feminino e o número de serviços bancários utilizados. Também se observa uma influência indireta do gênero na estrutura de capital, na medida em que a variável Serviços Bancários Utilizados está positivamente relacionada (coeficiente igual à 0,234) à estrutura de capital das firmas.

A influência indireta do gênero também é observada perante o construto Otimismo (coeficiente igual 0,205), sendo mais evidente, no entanto, através do construto Desempenho da Firma, na medida em que o gênero feminino está negativamente associado (coeficiente igual à -0,313) ao construto e este negativamente ligado à estrutura de capital (coeficiente igual à -0,428).

Neste sentido, uma série de estudos demonstra que as empresas gerenciadas por mulheres apresentam desempenho inferior às empresas gerenciadas por homens, especialmente relacionadas ao tamanho, crescimento e lucros (LOSCOCCO *et al.*, 1991; ROSA *et al.*, 1996; ROBB e WOLKEN, 2002; FAIRLIE e ROBB, 2009). Além disso, certo número de estudos destacam que as empresas pertencentes à mulheres são menores do que as empresas pertencentes aos homens, em termos de vendas, ativos e número de funcionários (COLEMAN, 2002; ROBB e WOLKEN, 2002; FAIRLIE e ROBB, 2009). Outras pesquisas sugerem ainda que as mulheres iniciam seus negócios com pequena quantidade de capital (ROBB e WOLKEN, 2002; CONSTANTINIDIS *et al.*, 2006; ORSER *et al.*, 2006; FAIRLIE e ROBB, 2009; COLEMAN e ROBB, 2009).

Ademais, muitas empresárias tendem a enfrentar conflitos em seus papéis de esposa, mãe e empresária, à medida que a gestão de seus negócios demanda de maior envolvimento pessoal, em detrimento aos outros papéis em sua vida (STONER *et al.*, 1989, LEE-GOSSELIN e GRISÉ, 1990; CARTER e CANNON, 1992). Dado que seus parceiros oferecem pouco ou nenhuma ajuda para aliviar a carga de trabalho doméstico (SCASE e GOFFEE, 1982). Tais responsabilidades domésticas podem levar a empresária a encontrar problemas na alocação do tempo necessário à gestão de seus negócios e do lar, restringindo, portanto, o sucesso de empresas de propriedade feminina (FISCHER *et al.*, 1993; SRINIVASAN *et al.*, 1994).

Em resumo, observa-se, no modelo final que o efeito do gênero na estrutura de capital é indireto, na medida em que o gênero feminino influencia negativamente o desempenho e o número de serviços bancários utilizados, embora o gênero feminino tenha influência positiva perante o construto otimismo. Na próxima seção, é apresentada uma síntese dos resultados da pesquisa.

4.6. Síntese

Nesta pesquisa, obteve-se 625 questionários válidos de 16 diferentes cidades do Estado do Rio Grande do Sul. Na amostra selecionada, foram encontradas 79 observações *outliers* multivariado, optando-se por eliminá-las da pesquisa, resultando em 546 observações válidas. O perfil dos respondentes desta pesquisa é formado, em sua maioria, por homens (62,27%) de até 45 anos (57,69%), casados (51,65%) e com ensino médio (58,42%). A idade dos pesquisados variou entre 18 e 72 anos, em que a média foi de 42,48 anos. Apesar da maioria dos pesquisados (58,42%) ter o ensino médio, 23,44% dos empreendedores são graduados ou pós-graduados.

Na amostra observa-se que o principal motivo por ter iniciado seu negócio é a identificação de oportunidades (68,68%), apesar desse aparente perfil empreendedor, a maioria (72,34%) dos entrevistados alega que estão dispostos a assumir pouco ou nenhum risco no seu empreendimento. Evidencia-se também que 60,44% das empresas investigadas têm até 12 anos de idade. Observa-se ainda que 14,84% das empresas são estreates e têm entre zero e dois anos de idade.

No que se refere ao ramo de atuação constata-se que a maioria das empresas investigadas (93,41%) exerce suas atividades no ramo de varejo ou serviços. No que tange ao número de funcionários, evidencia-se que a maioria (65,38%) das empresas analisadas tem até três funcionários, assim como 17,03% não apresenta funcionário executando suas atividades em tempo integral.

Relativamente ao desempenho, a maioria dos empresários investigados (91,94%) alega que a sua empresa obteve lucro em pelo menos um dos últimos três anos, sendo que 68,13% dos entrevistados informam que sua empresa obteve lucro em todo esse período. Ademais, 52,01% dos empreendedores declara que a lucratividade de sua firma aumentou. Igualmente, 55,31% dos inquiridos alegam que a lucratividade aumentou no período de três anos.

O maior número de empresas participantes da pesquisa são classificadas no estágio de maturidade (55,68% da amostra). Por outro lado, 141 empresas estão nos dois estágios iniciais de crescimento (25,82% da amostra). Igualmente, 101 empresas foram identificadas nos dois estágios de declínio (18,50% da amostra). Observa-se ainda que a grande maioria (43,96% da amostra) não apresenta crescimento no número de trabalhadores no período de 2013 e 2014.

No que refere-se aos relacionamentos bancários, 78,94% dos proprietários-gerentes afirmam que o relacionamento de sua empresa perante aos bancos é bom (49,45%) ou ótimo (29,49%). Do total, 21,79% afirmam que sua empresa interage com os bancos entre sete e nove anos. O principal serviço bancário utilizado pelos micro e pequenos empresários investigados é depósito/compensação de cheques (87,73% da amostra), seguido de empréstimos de capital de giro. Observa-se, também, que a maioria dos participantes da pesquisa (81,32%) alega que a empresa não tem dificuldade em obter financiamento bancário.

No que tange ao tamanho, destaca-se ainda que a maior representatividade das empresas tem até três funcionários em tempo integral. Denotando um perfil de empresas que tendem a apresentar estrutura muito pequena (*very small business*). Fato confirmado pelo total de ativos, já que a maioria da amostra tem até R\$ 120.000,00 em ativos totais, embora também a maioria tenha alegado baixo valor em dívidas (até R\$ 30.000,00).

Percebe-se ainda que 58,97% das firmas apresentam até 20% de endividamento total, denotando certa aversão à dívida dos proprietários-gerentes avaliados na amostra. Igualmente, a estrutura de capital (medida pelo endividamento total) variou de 0,50% até 342,85%, em que o endividamento médio das empresas analisadas foi 25,22% do total dos ativos. No que refere-se ao perfil comportamental do empreendedor, observa-se a maior tendência para

serem mais otimistas, com maior senso de controle, isto é, com maior *locus de controle* interno, maior aversão ao risco e maior aversão a dívidas.

Relativamente ao modelo final, observa-se que o construto que mais impacta na estrutura de capital é o Desempenho da Firma (-0,428). Esse construto é formado pelas variáveis Lucratividade, Crescimento dos Lucros, Crescimento da Participação de Mercado, Tamanho dos Ativos e Estágio do Ciclo de Vida e apresenta relação negativa (coeficiente igual a -0,428) com a estrutura de capital, donde conclui-se que quanto maior o Desempenho da Firma, menor é a sua alavancagem.

Além disso, é possível destacar que o maior coeficiente padronizado do construto está associado à variável Tamanho da Firma (coeficiente igual a 0,557). Este resultado é condizente com *pecking order theory*, pois na medida em que os lucros aumentam, pode-se esperar que eles sejam preferidos, em detrimento à outras fontes, no processo de investimento da própria firma, aumentando o valor dos ativos da empresa. Ademais, sob esta vertente teórica, as empresas com maior desempenho irão recorrer a fundos gerados internamente e, como consequência, tenderão a apresentar menor grau de endividamento.

No que se refere à influência dos relacionamentos, observa-se que a variável Serviços Bancários está positivamente relacionada (coeficiente igual a 0,234) à estrutura de capital das firmas, denotando que quanto maior o número de serviços bancários utilizados, maior é o nível de endividamento no contexto da estrutural de capital. A suposição básica para este efeito é de se o agente de crédito oferece maior número de serviços à empresa, ele pode criar uma imagem mais adequada das atividades operacionais e financeiras de seu cliente, diminuindo a assimetria de informação e potencializando, portanto, o acesso ao crédito.

Sob a perspectiva de complementaridade ao estudo da estrutura de capital das firmas, propôs-se nesta tese que os Traços de Personalidade Gerenciais são negativamente associados ao nível de endividamento das firmas. Observa-se tal relação (coeficiente igual a -0,130) com a alavancagem das empresas investigadas. Concluí-se, portanto, que quanto maior o Otimismo, maior Aversão à Dívidas, maior Excesso de Confiança e menor *Locus de Controle Externo*, menor é a alavancagem.

Neste sentido, os indivíduos com maior efeito dos Traços de Personalidade Gerenciais tendem a utilizar os recursos gerados internamente em oposição ao uso de dívidas. Por fim, observa-se no modelo final que o efeito do gênero é indireto, na medida em que o gênero

influência negativamente o desempenho e o número de serviços utilizados, embora influencie positivamente o construto otimismo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A estrutura de capital é considerada um dos temas mais controversos e complexos em finanças, a partir da qual diversas abordagens teóricas e diversas evidências empíricas foram desenvolvidas para explicar as decisões de financiamento das empresas. Cada uma, por seu turno, busca apresentar soluções a problemas específicos ao tema perante as grandes empresas, em detrimento do estudo das micro e pequenas organizações.

A despeito do escasso enfoque ao estudo, esse tipo de empresa tem se tornado cada vez mais importante no sistema econômico atual, uma vez que elas são em maior número, são as principais empregadoras e têm relativa representatividade no Produto Interno Bruto do país. Dentre os principais entraves ao estudo da estrutura de capital nessas organizações, cita-se a dificuldade de acesso à informações, capazes de suportar este tipo de pesquisa, na medida em que a maioria desse tipo de organização não é obrigada a divulgar informações contábeis e tampouco auditá-las. Tornando necessário, portanto, o uso de dados primários, oriundos de pesquisas de levantamento, por exemplo.

Além disso, parte da teoria existente não se aplica ao contexto das micro e pequenas empresas, uma vez que para tais organizações a vantagem fiscal da dívida é nula ou inexistente. Apesar disso, várias evidências apontam para determinantes da estrutura de capital análogos às grandes corporações. Nesta tese, busca-se criar um modelo que relaciona as teorias tradicionais de estrutura de capital, com outras duas abordagens: a influência dos relacionamentos bancários e a influência dos traços de personalidade do empreendedor.

Destaca-se, nesta pesquisa, a maior representatividade dos determinantes tradicionalmente estudados, notadamente relacionados ao desempenho das firmas. Observa-se que, quanto maior a lucratividade, maior crescimento, maior tamanho dos ativos e mais avançada no estágio de desenvolvimento, menor é o uso de dívidas. Tal resultado pode ser explicada pela ótica da *peckig order theory*, pois na medida em que a empresa oferece a oportunidade ao proprietário-gerente decidir pelo reinvestimento dos recursos gerados internamente, este tenderá a utilizá-los, diminuindo, portanto, a dependência do financiamento externo no contexto da estrutura de capital das micro e pequenas empresas investigadas.

Salienta-se, também, que a maior proximidade entre os agentes econômicos (credor e mutuário) auxilia no processo de redução da assimetria informacional, potencializando o

acesso ao crédito. Observa-se, no modelo final, que o maior número de serviços bancários utilizados tende a auxiliar no processo de monitoramento da capacidade de pagamento. Cria-se, portanto, ao agente creditício, uma imagem mais adequada das atividades operacionais e financeiras de seu cliente, diminuindo a assimetria de informação e estimulando o acesso ao crédito.

Ambos os resultados, citados corroboram com a visão tradicional do estudo da estrutura de capital. Neste sentido, os modelos econômicos têm se baseado na premissa de que os agentes são racionais e têm expectativas homogêneas. No entanto, um crescente número de pesquisas tem relatado que os indivíduos afastam-se deste paradigma, em os indivíduos tendem a ser otimistas e excessivamente confiantes. Isto é, as pessoas tendem a prever que os eventos favoráveis são mais propensos a acontecer, do que eles realmente os são.

Os proprietários-gerentes das micro e pequenas empresas são particularmente mais propensos a estes traços de personalidade, uma vez que o processo gerencial é complexo e centralizado em poucos indivíduos, induzindo a seleção deste perfil perante o processo empreendedor. Além disso, aos gestores recaem responsabilidades operacionais, as quais limitam o tempo disponível para uma gestão mais eficiente. O déficit de profissionalismo poderia tornar o processo decisório do micro e pequeno empreendedor ainda mais suscetível à influência dos seus traços de personalidade, das suas crenças e de seus valores, distanciando-se, portanto do paradigma racional, base das teorias tradicionais de estrutura de capital.

Neste sentido, e de maneira complementar ao estudo das teorias tradicionais, verifica-se, nesta pesquisa, a influência dos Traços de Personalidade Gerenciais na estrutura de capital das firmas. A suposição básica é de que tais traços, subjacentes ao comportamento, são relativamente estáveis ao longo do tempo, os quais determinam a ação dos indivíduos e, portanto, influenciam especialmente as decisões financeiras de longo prazo das firmas.

Mediante o modelo final, observa-se que o Otimismo, a Confiança, a Aversão à Dívida têm influência negativa perante o uso de recursos externos, em detrimento ao uso de recursos gerados internamente, uma vez que estão positivamente associados ao construto Traços de Personalidade Gerenciais. De maneira contrária, observa-se que o Senso de Controle, sob a ótica do Locus de Controle Externo, tende a ter influência negativa perante o construto, influenciando, portanto, positivamente a alavancagem.

Desta forma, observa-se que os indivíduos mais otimistas, mais confiantes, mais avessos a dívidas e com menor locus de controle externo tendem a ser mais propensos ao uso

de recursos gerados internamente. A suposição é de que as expectativas positivas, a maior confiança do empreendedor, a atitude negativa perante a dívida e a menor crença de descontrole e de incapacidade de gerenciamento da vida dos indivíduos influenciam as decisões sobre estrutura de capital das firmas investigadas, promovendo, portanto, o uso de recursos gerados internos à organização.

Observa-se, ainda, certa influência, embora indireta, do gênero nas decisões sobre estrutura de capital, uma vez que o gênero influencia de maneira negativa o desempenho das firmas e o menor uso de serviços bancários utilizados. Apesar de o gênero feminino influenciar positivamente o otimismo disposicional e, portanto, o construto Traços de Personalidade Gerenciais.

A principal contribuição deste trabalho assenta-se na evidência de que o uso da dimensão comportamental do proprietário-gerente, é capaz de auxiliar no processo de avaliação da estrutura e capital das firmas. Extendendo-se, portanto, a abordagem das teorias tradicionais, de modo que os traços de personalidade podem reduzir algumas lacunas importantes no estudo das decisões financeiras das empresas, em especial destaque ao mix das fontes de financiamento das micro e pequenas empresas.

Ademais, deve-se destacar que este estudo é um dos pioneiros a interrelacionar as teorias tradicionais de estudo da estrutura de capital a abordagem comportamental, na medida em que trata da influência dos traços de personalidade perante a estrutura de capital. Ao se agregar novos traços de personalidade, para além dos tradicionalmente estudados (otimismo e excesso de confiança), espera-se dispor de novas abordagens ao estudo da temática, na medida em que se une o desempenho, os relacionamentos, o gênero e os traços de personalidade em um modelo integrativo que busca melhor explicar as decisões de estrutura de capital no contexto das micro e pequenas empresas.

Diante disto, sugere-se que os novos estudos ampliem a abordagem dos traços de personalidade, tratando de outras dimensões da multifacetada personalidade humana. É possível citar, por exemplo, o estudo da influência da autoestima, extroversão e abertura para experiências nas decisões sobre estrutura de capital das firmas. Pode-se sugerir, também, o estudo da influência dos traços de personalidade gerenciais (otimismo, excesso de confiança, tolerância ao risco, senso de controle e aversão à dívidas) nas decisões de estrutura de capital das grandes corporações.

As contribuições do estudo, por outro lado, estão subordinadas a algumas restrições, tanto de caráter metodológico, quanto amostral. Com relação à amostra, tem-se a não generalização dos resultados, ou seja, investiga-se a estrutura de capital de micro e pequenas empresas apenas no Estado do Rio Grande do Sul, sendo necessário ampliar a amostra para melhor se desenvolver o assunto em âmbito brasileiro ou internacional. Quanto ao caráter metodológico, é possível citar a existência de dados não aderentes à distribuição normal e a escolha das variáveis baseada na literatura existente, havendo, portanto, a possibilidade da existência de outras variáveis ainda não contempladas na literatura teórica e empírica.

REFERÊNCIAS

- ABOR, J.; BIEKPE, N. Small business reliance on bank financing in Ghana. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 43, n. 4, p. 93-102, 2007.
- ADIZES, I. Organizational passages—diagnosing and treating lifecycle problems of organizations. **Organizational dynamics**, v. 8, n. 1, p. 3-25, 1979.
- ADIZES, I. **Corporate lifecycles: How and why corporations grow and die and what to do about it**. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1988.
- AHRENS, A. H.; HAAGA, D.A. The specificity of attributional style and expectations to positive and negative affectivity, depression, and anxiety. **Cognitive therapy and research**, v.17, n.1, p.83-98, 1993.
- AJZEN, I. Perceived Behavioral Control, Self-Efficacy, Locus of Control, and the Theory. **International Journal of Entrepreneurship Behaviour and Research**, v. 4, n. 1, p. 28-50, 2002.
- _____. **Attitudes, personality and behavior**. 2 ed. New York: McGraw Hill, 2005.
- ALESINA, A. F. *et al.* Do women pay more for credit? Evidence from Italy. **Journal of the European Economic Association**, v. 11, n. s1, p. 45-66, 2013.
- ALLEN, L. *et al.* The pricing of retail deposits: concentration and information. **Journal of Financial Intermediation**, v. 1, n. 4, p. 335-361, 1991.
- AL-REFAIE, A., *et al.* The effects of quality management practices on customer satisfaction and innovation: a perspective from Jordan. **International Journal of Productivity and Quality Management**, v.8, n.4, p.398-415, 2011.
- ALLPORT, G. W. **Personality**. New York: Holt, 1937.
- ALLPORT, G. W.; ODBERT, H. S. Trait-names: A psycho-lexical study. **Psychological monographs**, v. 47, n. 1, p. i, 1936.
- ALVES, C. S. M. **Estrutura de capital e ciclo de vida das PME do distrito de Castelo Branco**. Dissertação - Mestrado em Gestão. Ciências Sociais e Humanas. Universidade da Beira do Interior. Covilhã, 2013.
- ANDERSON, J. C.; GERBING, E.D.W. Structural equation modeling in practice: A review and recommended two-step approach. **Psychological bulletin**, v.103, n.3, p.411, 1988.
- ANDRISANI, P. J. Internal-external attitudes, personal initiative, and the labor market experience of black and white men. **Journal of Human Resources**, p.308-328, 1977.
- ANG, J., *et al.* The role of owner in capital structure decisions: an analysis of single-owner corporations. **Journal of Entrepreneurial Finance**, v.14, p.1-36, 2010.

_____. The administrative costs of corporate bankruptcy: A note. **The Journal of Finance**, v. 37, n. 1, p. 219-226, 1982.

_____. Small business uniqueness and the theory of financial management. **The Journal of Small Business Finance**, v.1, n.1, p.1-13, 1991.

_____. On the theory of finance for privately held firms. **Journal of Small Business Finance**, v.1, n.3, p.185-203, 1992.

ANNA, A. L., *et al.* Women business owners in traditional and non-traditional industries. **Journal of Business Venturing**, v.15, n.3, p.279-303, 2000.

ARANO, K., *et al.* Gender-based risk aversion and retirement asset allocation. **Economic Inquiry**, v.48, n.1, p.147-155, 2010.

ARREGLE, J. L., *et al.* The Development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms. **Journal of management studies**, v.44, n.1, p.73-95, 2007.

ARROW, K. J. What has economics to say about racial discrimination? **The Journal of Economic Perspectives**, v.12, n.2, p.91-100, 1998.

ASHTON, M. C.; LEE, K. Six independent factors of personality variation: a response to Saucier. **European Journal of Personality**, v. 16, p. 63–75, 2002.

AZEVEDO, C. M. D.; SHIKIDA, P.F.A. Assimetria de informação e o crédito agropecuário: o caso dos cooperados da Coamo-Toledo (PR). **Revista de economia e sociologia rural**, v.42, n.2, p.267-292, 2004.

BAJTELSMIT, V. L.; VANDERHEI, J.L. Risk aversion and pension investment choices. **Positioning pensions for the twenty-first century**, v.45, p.66, 1997.

BAKER, K. H.; MARTIN, G. S. **Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice**. New Jersey, JohnWiley & Sons, Inc., 2011.

BARATELLA, F. M. **Excesso de confiança: estudantes versus gerentes**. Dissertação – Mestrado em Administração – Programa de Pós-Graduação em Administração. Universidade Federal de Santa Catarina: Florianópolis, 2007.

BARBOSA, E. G.; MORAES, C.D.C. **Determinants Of The Firm'S Capital Structure: The Case Of The Very Small Enterprises**. Disponível em <http://econpa.wustl.edu.8089/eps/fin/papers0302/0302001.pdf>, acesso em 21/04/2014, 2003

BARNETT, V.; LEWIS, T. **Outliers in statistical data**. New York: Wiley, 1994.

BARON, R.A. Cognitive mechanisms in entrepreneurship: why and when entrepreneurs think differently than other people. **Journal of Business Venturing**, v. 13 n. 4, p. 275-294, 1998.

BARRETT, M. Feminist perspectives on learning for entrepreneurship: The view from small business. In: Bygrave, W.D. *et al.* (Eds.), **Frontiers of entrepreneurial research**, p.323-336, 1995.

BARROS, L. A. B.; DI MICELI DA SILVEIRA, A. Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital. **Revista Brasileira de Finanças**, v.6, n.3, 2008.

BARTON, S. L.; GORDON, P.J. Corporate strategy and capital structure. **Strategic Management Journal**, v.9, n.6, p.623-632, 1988.

BARTON, S. L.; MATTHEWS, C. H. Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective. **Journal of Small Business Management**, v.1 n.7, 1989.

BASU, A.; PARKER, S.C. Family Finance and New Business Start-ups. **Oxford Bulletin of economics and Statistics**, v.63, n.3, p.333-358, 2001.

BASTIANELLO, M. R.; PACICO, J. Otimismo. In HUTZ, C. S. (org.) **Avaliação em Psicologia Positiva**. 1 ed. Porto Alegre: Artmed, 2013.

BAUMGARTNER, H.; STEENKAMP, J.B.E. Response styles in marketing research: A cross-national investigation. **Journal of Marketing Research**, p.143-156, 2001.

BAXTER, N. D. Leverage, risk of ruin and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v.22, n.3, p.395-403, 1967.

BAYCAN LEVENT, T., *et al.* **Entrepreneurial process and performance: the case of the turkish female entrepreneurs in Amsterdam**. ERSA conference papers: European Regional Science Association, 2002.

BELCOURT, M. *et al.* **The glass box: Women business owners in Canada**. Ottawa, Ontario: Canadian Advisory Council on the Status of Women, 1991.

BELLU, R. Task role motivation and attributional style as predictors of entrepreneurial performance: Female sample findings. **Entrepreneurship & Regional Development**, v.5, n.4, p.331-334, 1993.

BEN-DAVID, I., *et al.* Managerial overconfidence and corporate policies. **Working Paper**, University of Chicago, 2007.

BEN-GAL, I. Outlier detection, In: MAIMON, O.; ROCKACH L. (Eds.) **Data Mining and Knowledge Discovery Handbook: A Complete Guide for Practitioners and Researchers**, Kluwer Academic Publishers, 2005.

BERGER, A. N.; UDELL, G.F. Relationship lending and lines of credit in small firm finance. **Journal of business**, p.351-381, 1995.

_____. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. **Journal of Banking & Finance**, v.22, n.6, p.613-673, 1998.

BERGGREN, B.; *et al.* Control aversion and the search for external financing in Swedish SMEs. **Small Business Economics**, v. 15, n. 3, p. 233-242, 2000.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. **Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission**. National bureau of economic research. 1995

BHANDARI, A. K.; KUNDU, A. Risk-taking Behaviour in Financial Decision Making: A Village-Level Study. In: BHANDARI, A. K.; KUNDU, A. (Ed.). **Microfinance, Risk-taking Behaviour and Rural Livelihood**: Springer, 2014.

BIAIS, B. *et al.* Judgemental overconfidence, self-monitoring, and trading performance in an experimental financial market. **The Review of economic studies**, v. 72, n. 2, p. 287-312, 2005.

BINKS, M. R.; ENNEW, C. T. Smaller Businesses and Relationship Banking: The Impact of Participative Behavior. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v.21, n.4, p.83-92, 1998.

BIRCH, D. The Job Generation Process. **MIT Program on Neighborhood and Regional Change**, p.302 pp, 1979.

BIRLEY, S. Female Entrepreneurs: Are They Really Any Different? **Journal of Small Business Management** v.27, n.1, p.32-37, 1989.

BLACK, F. Bank funds management in an efficient market. **Journal of financial economics**, v.2, n.4, p.323-339, 1975.

BLACKWELL, D. W.; WINTERS, D.W. Banking relationships and the effect of monitoring on loan pricing. **Journal of Financial Research**, v.20, n.2, p.275-89, 1997.

BLASCOVICH, J., *et al.* Blackjack and the risky shift, II: Monetary stakes. **Journal of Experimental Social Psychology**, v.11, n.3, p.224-232, 1975.

BLOCK, J. A contrarian view of the five-factor approach to personality description. **Psychological Bulletin**, v. 117, p. 187–215, 1995.

BLUME, M.; FRIEND, I. **The changing role of the individual investor**: New York: Wiley, 1978.

BODEN JR, R. J.; NUCCI, A.R.. On the survival prospects of men's and women's new business ventures. **Journal of Business Venturing**, v.15, n.4, p.347-362, 2000.

BODDINGTON, L.; KEMP, S. Student debt, attitudes toward debt, impulsive buying and financial management. **New Zealand Journal of Psychology**, v. 28, n. 2, p. 89-93, 1999.

BONO, J.; JUDGE, T. A. Core self-evaluations: A review of the trait and its role in job satisfaction and job performance. **European Journal of Personality**, v. 17, n. 1, p. 5-18, 2003.

BOOT, A. W.; THAKOR, A. V. Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game. **International Economic Review**, p.899-920, 1994.

BRASIL – República Federativa do Brasil. Lei número 10.406, de 10 de janeiro de 2002, 2002.

_____. **Lei Complementar nº 123**, de 14 de dezembro de 2006, 2006.

_____. **Lei Complementar número 139**, de 10 de novembro de 2011, 2011.

BRAUN, M. W. **Genauigkeit der Selbsteinschätzung beim Erwerb neuer Kompetenzen in Abhängigkeit von Kontrollmeinung, Erfahrung, Selbstaufmerksamkeit, Ängstlichkeit und Geschlecht**. Tese - Doutorado - Departamento de História-filosófica da Faculdade de Ciências Humanas. Departamento de História-filosófica da Faculdade de Ciências Humanas, Universidade de Berna, Berna, 2003. 165 p.

BREALEY, R. A.; MYERS, S.C.. **Principles of Corporate Finance**. New York: McGraw-Hill, 2003.

BRICKMAN, P., *et al.* Lottery winners and accident victims: Is happiness relative? **Journal of Personality and Social Psychology**, v.36, n.8, p.917-927, 1978.

BRODY, N. Heritability of traits. **Psychological Inquiry**, v. 5, p. 117-119, 1994.

BROWN, R.; SARMA, N. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. **Journal of Economics and business**, v. 59, n. 5, p. 358-379, 2007.

BROWN, S., *et al.* Debt and financial expectations: An individual-and household-level analysis. **Economic Inquiry**, v.43, n.1, p.100-120, 2005.

BRUSH, C. G. Research on women business owners: past trends, a new perspective and future directions. **Small Business: Critical Perspectives on Business and Management**, p.1038-70, 1992.

BULLOUGH, A.; ABDELZAHER, D.. Global Research on Women's Entrepreneurship: An Overview of Available Data Sources & Limitations. **Business and Management Research**, v.2, n.3, p.p42, 2013.

BUSENITZ, L.W.; BARNEY, J.B. Differences between entrepreneurs and managers in large organizations: biases and heuristics in strategic decision making, **Journal of Business Venturing**, v. 12 n.1, p. 9-30, 1997.

BUSS, A. H. Personality as traits. **American Psychologist**, v. 44, p.1378-1388, 1989.

BUTTNER, E. H.; ROSEN, B. Bank loan officers' perceptions of the characteristics of men, women, and successful entrepreneurs. **Journal of Business Venturing**, v.3, n.3, p.249-258, 1988.

_____. Funding new business ventures: are decision makers biased against women entrepreneurs? **Journal of Business Venturing**, v.4, n.4, p.249-261, 1989.

BYRNE, B. M. **Structural equation modeling with AMOS: Basic concepts, applications, and programming**: Routledge, 2013.

CAMERER, C.; LOVALLO, D. Overconfidence and excess entry: An experimental approach. **American economic review**, p. 306-318, 1999.

CAMPANARIO, M. D. A. ; CHAGAS JUNIOR, M. D. F. Projetos de pesquisas puras (básicas) em marketing. In: N. K. Pizzanatto e O. E. Farah (Ed.). **Pesquisa pura e aplicada para marketing: processos e aplicações**. São Paulo: Atlas, 2012.

CAMPBELL, W. K. *et al.* Narcissism, confidence, and risk attitude. **Journal of Behavioral Decision Making**, v. 17, n. 4, p. 297-311, 2004.

CAMPBELL, C., *et al.* **CEO confidence and forced turnover**. Working Paper, Texas A&M University, 2009.

CAMPBELL, D. T. Social attitudes and other acquired behavioral dispositions. In KOCH, S. **Psychology: a study of a science**. New York: McGraw Hill, 1963.

CAMPBELL, W. K. *et al.* Narcissism, confidence, and risk attitude. **Journal of Behavioral Decision Making**, v. 17, n. 4, p. 297-311, 2004.

CAPES-Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior. **Tabela das Áreas de Conhecimento**. Disponível em: <http://www.cnpq.br/documents/10157/186158/TabeladeAreasdoConhecimento.pdf>, acesso em 04/10/2014, 2012.

CARIFIO, J.; RHODES, L. Construct validities and the empirical relationships between optimism, hope, self-efficacy, and locus of control. **Work**, v. 19, p. 125-136, 2002.

CARMINES, E. G.; MCIVER, J.P. Analyzing models with unobserved variables: Analysis of covariance structures. **Social measurement: Current issues**, p.65-115, 1981.

CARR, H. A.; KINGSBURY, F. A. The concept of traits. **Psychological Review**, v. 45, n. 6, p. 497, 1938.

CARTER, N., *et al.* Women Entrepreneurs Who Break through to Equity Financing: the Influence of Human, Social and Financial Capital. **Venture Capital**, v.5, n.1, p.1-28, 2003a.

_____. The career reasons of nascent entrepreneurs. **Journal of Business Venturing**, v.18, n.1, p.13-39, 2003b.

_____. Discontinuance among new firms in retail: The influence of initial resources, strategy, and gender. **Journal of Business Venturing**, v.12, n.2, p.125-145, 1997.

CARTER, S. Female business ownership: current research and possibilities for the future. **Women in business: perspectives on women entrepreneurs**, p.148-160, 1993.

CARTER, S.; CANNON, T. **Women as Entrepreneurs: A Study of female business owners, their motivations, experiences and strategies for success**. London: Academic Press, 1992.

CASSAR, G.; HOLMES, S. Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. **Accounting & Finance**, v.43, n.2, p.123-147, 2003.

CASSAR, G.. The financing of business start-ups. **Journal of Business Venturing**, v. 19, n. 2, p. 261-283, 2004.

CASSON, M. The economics of the family firm. **Scandinavian Economic History Review**, v.47, n.1, p.10-23, 1999.

CAVALHEIRO, E. A. **Tolerância ao risco**: uma análise sob a ótica comportamental. Centro de Ciências Sociais e Humanas. Dissertação - Mestrado em Administração - Programa de Pós Graduação em Administração. Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, 2010.

CAVALHEIRO, E. A.; CAPORAL, B. Análise empírica da influência do senso de controle e do medo de ficar de fora na tolerância ao risco. **Anais do XVIII Simpósio de Engenharia de Produção - SIMPEP**. Bauru, 2011.

CESARINI, D. *et al.* Genetic variation in preferences for giving and risk-taking. **Quarterly Journal of Economics**, v. 124, n. 2, p. 809–842, 2009.

CHEN, L. H.; JIANG, G. J. The determinants of Dutch capital structure choice. **University of Groningen**, Research Institute SOM (Systems, Organisations and Management), Working paper, 2001.

CHEUNG, G. W.; LAU, R. S. Testing mediation and suppression effects of latent variables bootstrapping with structural equation models. **Organizational Research Methods**, v.11, n.2, p.296-325, 2008.

CHITTENDEN, F., *et al.* Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. **Small Business Economics**, v.8, n.1, p.59-67, 1996.

CHO, M. H. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of financial economics**, v.47, n.1, p.103-121, 1998.

CHOU, C. P.; BENTLER, P. M. Estimates and tests in structural equation modeling. In: R. H. Hoyle (Ed.). **Structural equation modeling**: Concepts, issues, and applications. Thousand Oaks: Sage, 1995.

CHUA, J. H. *et al.* Family involvement and new venture debt financing. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 4, p. 472-488, 2011.

CHURCHILL JR, G. A. A paradigm for developing better measures of marketing constructs. **Journal of Marketing Research**, p.64-73, 1979.

CHURCHILL, N. C.; LEWIS, V.L. The Five Stages of Small Business Growth. **Harvard Business Review**, Maio-Junho, 1983.

CLARKE, J. e K. SHASTRI. **On information asymmetry metrics**. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=251938> , acesso em 28 de julho de 2015, 2000.

CLIFF, J. E. Does one size fit all? Exploring the relationship between attitudes towards growth, gender, and business size. **Journal of Business Venturing**, v.13, n.6, p.523-542, 1998.

CLORE, G. L., *et al.* Where does anger dwell. **Advances in social cognition**, v.6, p.57-87, 1993.

CLUTTERBUCK, D.; DEVINE, M. **Is entrepreneurship the way ahead for women?** Businesswoman: Present and Future, London, UK: MacMillan, 1987.

COLEMAN, S. Access to capital and terms of credit: a comparison of men-and women-owned small businesses. **Journal of Small Business Management**, v.38, n.3, p.37, 2000.

_____. Characteristics and Borrowing Behavior of Small, Women-Owned Firms: Evidence from the 1998 Survey of Small Business Finances. **Journal of Business and Entrepreneurship**, v.14, n.2, p.151-166, 2002.

COLEMAN, S.; CARSKY, M. Sources of Capital for Small Family-Owned Businesses Evidence from the National Survey of Small Business Finances. **Family Business Review**, v.12, n.1, p.73-84, 1999.

COLEMAN, S.; ROBB, A. A comparison of new firm financing by gender: evidence from the Kauffman Firm Survey data. **Small Business Economics**, v.33, n.4, p.397-411, 2009.

CONSTANTINIDIS, C., *et al.* Financing of women-owned ventures: The impact of gender and other owner-and firm-related variables. **Venture Capital**, v.8, n.02, p.133-157, 2006.

COOPER, A. C., *et al.* Entrepreneurs' perceived chances for success. **Journal of Business Venturing**, v.3, n.2, p.97-108, 1988.

COOPER, W., *et al.* Two-stage financial risk tolerance assessment using data envelopment analysis. **European Journal of Operational Research**, v.233, n.1, p.273-280, 2014.

CORDEIRO, L. **Managerial overconfidence and dividend policy**. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1343805>, acesso em 28 de julho de 2015, 2009.

CORREIA, T. P. S. **Determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas**. Dissertação - Mestrado em Finanças Empresariais - Faculdade de Economia. Universidade de Algarve, Algarve, 2003. 349 p.

COSTA, P. T.; McCRAE, R. R. From catalog to classification: Murray's needs and the Five-Factor Model. **Journal of Personality and Social Psychology**, v 55 n. 2, p. 255-265, 1988.

CROMIE, S.; HAYES, J. Towards a typology of female entrepreneurs. **The Sociological Review**, v.36, n.1, p.87-113, 1988.

CRONIN JR, J. J.; PAGE JR, Thomas J. An examination of the relative impact of growth strategies on profit performance. **European Journal of Marketing**, v. 22, n. 1, p. 57-68, 1988.

CRONQVIST, H. *et al.* Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. **Journal of financial economics**, v. 103, n. 1, p. 20-40, 2012.

DASKALAKIS, N. *et al.* **What drives capital structure decisions?** The role of personality traits in corporate financial decision making. In: Behavioural Finance Working Group Conference, London, United Kingdom, 2011.

DASKALAKIS, N.; PSILLAKI, M. Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. **Applied Financial Economics**, v. 18, n. 2, p. 87-97, 2008.

DASS, N.; MASSA, M. The impact of a strong bank-firm relationship on the borrowing firm. **Review of Financial Studies**, v.24, n.4, p.1204-1260, 2011.

DAVIES, E; LEA, S.E. Student attitudes to student debt. **Journal of economic psychology**, v.16, n.4, p.663-679, 1995.

DE MEZA, D.; SOUTHEY, C. The borrower's curse: Optimism, finance and entrepreneurship. **The economic Journal**, p.375-386, 1996.

DE RAAD, B.; PERUGINI, M. **Big Five assessment**. Seattle: Hogrefe and Huber, 2002.

DE WIT, G.; DE KOK, J. Do small businesses create more jobs? New evidence for Europe. **Small Business Economics**, p.1-13, 2013.

DEEDS, D., *et al.* Predictors of capital structure in small ventures. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 1995.

DEGRYSE, H.; VAN CAYSEELE, P. Relationship lending within a bank-based system: Evidence from European small business data. **Journal of Financial Intermediation**, v.9, n.1, p.90-109, 2000.

DEJOY, D. M. The optimism bias and traffic accident risk perception. **Accident Analysis & Prevention**, v.21, n.4, p.333-340, 1989.

DELONG, J. B., *et al.* **The survival of noise traders in financial markets**: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., 1988.

DEMBER, *et al.* The measurement of optimism and pessimism. **Current Psychology**, v.8, n.2, p.102-119, 1989.

DENNIS, S. *et al.* The determinants of contract terms in bank revolving credit agreements. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 35, n. 01, p. 87-110, 2000.

DESSART, W.; KUYLEN, A. The nature, extent, causes, and consequences of problematic debt situations. **Journal of Consumer Policy**, v.9, n.3, p.311-334, 1986.

DIAMANTOPOULOS, A.; WINKLHOFER, H. W. Index construction with formative indicators: an alternative to scale development. **Journal of Marketing Research**, p.269-277, 2001.

DIAMOND, D. W. Financial intermediation and delegated monitoring. **The Review of Economic Studies**, v.51, n.3, p.393-414. 1984.

_____. Reputation acquisition in debt markets. **The Journal of Political Economy**, p.828-862, 1989.

_____. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. **Journal of political Economy**, v.99, n.4, p.689-721, 1991.

DICKINSON, V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011.

DIENER, E.; SELIGMAN, E. M. Very happy people. **Psychological science**, v.13, n.1, p.81-84, 2002.

DING, C. G. *et al.* The roles of personality and general ethical judgments in intention to not repay credit card expenses. **The service industries journal**, v.29, n.6, p.813-834, 2009.

DINIZ, P. C. O. C. *et al.* A relação da educação financeira e do otimismo no número de cartões de crédito. **Anais do XVII SemeAd – Seminários em Administração**, 2014.

DODGE, H. R.; ROBBINS, J. E. An Empirical Investigation of the Organizational Life Cycle Model for Small Business Development and Survival, **Journal of Small Business Management**, v. 30, n.1, p.27-36, 1992.

DOLINSKY, A. L., *et al.* The Effects of Education on Business Ownership: A Longitudinal Study of Women. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v.18, n.1, p.43-53, 1993.

DORNELAS, J. C. A. **Empreendedorismo: transformando idéias em negócio**. 3 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

DROMS, W. G.; STRAUSS, S. N.. Assessing risk tolerance for asset allocation. **Journal of Financial Planning**, v.16, n.3, p.72-77, 2003.

DU RIETZ, A.; HENREKSON, M. Testing the female underperformance hypothesis. **Small Business Economics**, v.14, n.1, p.1-10, 2000.

DUNNING, D.; STORY, A. L. Depression, realism, and the overconfidence effect: Are the sadder wiser when predicting future actions and events? **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 61, p. 521– 532, 1991.

EBBEN, J.; JOHNSON, A. Bootstrapping in small firms: An empirical analysis of change over time. **Journal of Business Venturing**, v.21, n.6, p.851-865, 2006.

EDWARDS, W.; TVERSKY, A. **Decision making: selected readings**. Baltimore, Md.: Penguin Books, 1967.

ELSAS, R. Empirical determinants of relationship lending. **Journal of Financial Intermediation**, v.14, n.1, p.32-57, 2005.

ESPERANÇA, J. P., *et al.* Corporate debt policy of small firms: an empirical (re) examination. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v.10, n.1, p.62-80. 2003.

EYSENCK, H. J. **The biological basis of personality**. Springfield: Thomas, 1967.

_____. Personality and experimental psychology: the unification of psychology and the possibility of a paradigm. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 73, p.1224–37, 1997.

EYSENCK, H. J.; EYSENCK, S. B. G. **The Eysenck Personality Questionnaire–Revised**. Sevenoaks, UK: Hodder and Stoughton, 1991.

FABER, R. J.; O'GUINN, T. C. A clinical screener for compulsive buying. **Journal of consumer Research**, p.459-469, 1992.

FABOWALE, L., *et al.* Gender, Structural Factors, and Credit Terms between Canadian Small Businesses and Financial Institutions. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v.19, n.4, p.41-65, 1995.

FAIRCHILD, R. The effect of Managerial Overconfidence, asymmetric information, and moral hazard on capital structure decisions. **Available at SSRN 711845**, 2005.

FAIRLIE, R. W.; ROBB, A.M. Gender differences in business performance: evidence from the Characteristics of Business Owners survey. **Small Business Economics**, v.33, n.4, p.375-395, 2009.

FAY, M.; WILLIAMS, L. Gender bias and the availability of business loans. **Journal of Business Venturing**, v.8, n.4, p.363-376, 1993.

FAZZARI, S., *et al.* Financing Constraints and Corporate Investment. **NBER Working Paper Series**, v.2387, 1988.

FEATHER, N. T. Subjective probability and decision under uncertainty. **Psychological Review**, v. 66, p. 150-163, 1959.

FEE - **Fundação de Economia e Estatística do Estado do Rio Grande do Sul**. Disponível em: www.fee.tche.br. Acesso em 15/08/2014, 2013.

FEITOSA, A. B. **Excesso de confiança, otimismo e ancoragem em gestores da construção civil no brasil**: estudo de caso da camargo correa. Dissertação – Mestrado em Gestão de Empresas. Departamento de Métodos Quantitativos. ISCTE Business School: Lisboa, 2010.

FELTON, J. *et al.* Preference for risk in investing as a function of trait optimism and gender. **The journal of behavioral finance**, v. 4, n. 1, p. 33-40, 2003.

FERNANDES, K. C. D. L. **Atitudes à Dívida e a Relação com o Nível de Endividamento das Pequenas Empresas Industriais de Fortaleza**. Dissertação – Mestrado em Administração, Universidade Estadual do Ceará, Fortaleza, 2009.

FERREIRA, S. E. N. **Uma análise comportamental aos inquéritos sobre endividamento dos particulares em Portugal**. Dissertação - Mestrado em Finanças - Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto, 2013.

FERREIRA, V. R. D. M. **Psicologia econômica: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão**. São Paulo: Elsevier. 2008

FISCHER, E. M., *et al.* A theoretical overview and extension of research on sex, gender, and entrepreneurship. **Journal of Business Venturing**, v.8, n.2, p.151-168, 1993.

FISCHHOFF, B., *et al.* Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence. **Journal of Experimental Psychology: Human perception and performance**, v.3, n.4, p.552, 1977.

FISCHHOFF, B.; BEYTH, R. I knew it would happen: Remembered probabilities of once: future things. **Organizational Behavior and Human Performance**, v.13, n.1, p.1-16, 1975.

FISHBEIN, M. A behavior theory approach to the relations between beliefs about an object and the attitude toward the object. In FISHBEIN, M. (Ed.), **Readings in attitude theory and measurement**. New York: Wiley, 1967.

FISHER, I. **The theory of interest**. New York: Macmillan, 1930.

FLETCHER, D. **Understanding the small family business**: New York: Routledge. 2002

FLUCK, Z., D. *et al.* Where does the money come from?: The financing of small entrepreneurial enterprises. **Metropolitan Studies Program Series**. Disponível em http://max-cms-host-01.maxwell.syr.edu/uploadedFiles/cpr/publications/metropolitan_studies/191.pdf, acesso em 25 de julho de 2015, 1998.

FOLMER, H., *et al.* Determinants of rural industrial entrepreneurship of farmers in West Bengal: a structural equations approach. **International Regional Science Review**, v.33, n.4, p.367-396, 2010.

FORBES, D.P. Are some entrepreneurs more overconfident than others? **Journal of Business Venturing**, v. 20 n. 5, p. 623-640, 2005.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of financial economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003.

FREIRE, S. F. R. **Os atributos do investidor que explicam a sua propensão face ao risco na alocação das suas poupanças**. Dissertação - Mestrado em Contabilidade e Finanças - Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2012.

FURNHAM, A. *et al.* The Eysenck personality scales: fifty years of scale development. In BOYLE, G. J.; MATTHEWS, G.; SAKLOFSKE, D. H. (eds.), **Handbook of personality theory and assessment**, vol. 2: Personality measurement and testing (pp. 199–218). Thousand Oaks, CA: Sage, 2008.

GAIBRAITH, J. The stages of growth. **Journal of Business Strategy**, v. 3, n. 1, p. 70-79, 1982.

GARB, H. N. The appropriateness of confidence ratings in clinical judgment. **Journal of Clinical Psychology**, 1986.

GARCÍA-TERUEL, P. J.; MARTÍNEZ-SOLANO, P. Effects of working capital management on SME profitability. **International Journal of Managerial Finance**, v. 3, n. 2, p. 164-177, 2007.

GARSON, G. D. **Structural equation modeling**: Blue Book Series. Asheboro, North Carolina: Statistical Associates Publishing, 2012.

GARVER, M. S.; MENTZER, J. T. Logistics research methods: employing structural equation modeling to test for construct validity. **Journal of Business Logistics**, v.20, p.33-58, 1999.

GASSE, Y., *et al.* Examining Venture-Related Myths Concerning Women Entrepreneurs. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1510012>, acesso em 28 de julho de 2015, 2004.

GEFEN, D., *et al.* Structural equation modeling and regression: Guidelines for research practice. **Communications of the Association for Information Systems**, v4, n.1. 2000.

GEM, G. E. M. **Empreendedorismo no Brasil 2010**: relatório nacional. Curitiba: IBQP, 2011.

GERVAIS, S., *et al.* Overconfidence, investment policy, and executive stock options. **Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper**, n.15-02, 2003.

GHISELLI, E. E. A scale for the measurement of initiative. **Personnel Psychology**, v.8, n.2, p.157-164, 1955.

_____. Occupational level measured through self perception. **Personnel Psychology**, v.9, n.2, p.169-176, 1956a.

_____. Correlates of initiative. **Personnel Psychology**, v.9, n.3, p.311-320, 1956b.

_____. Traits differentiating management personnel. **Personnel Psychology**, v.12, n.4, p.535-544, 1959.

_____. Individuality as a factor in the success of management personnel. **Personnel Psychology**, v.13, n.1, p.1-10, 1960.

_____. Managerial talent. **American Psychologist**, v.18, n.10, p.631, 1963a.

_____. The validity of management traits in relation to occupational level. **Personnel Psychology**, v.16, n.2, p.109-113, 1963b.

_____. Intelligence and managerial success. **Psychological Reports**, v.12, n.3, p.898-898, 1963c.

_____. **Explorations in managerial talent**: Goodyear Publishing Company Pacific Palisades, Calif, 1971

GHISELLI, E. E.; BARTHOL, R. Role perceptions of successful and unsuccessful supervisors. **Journal of Applied Psychology**, v.40, n.4, p.241, 1956.

GHISELLI, E. E.; LODAHL, T. M. Patterns of managerial traits and group effectiveness. **The Journal of Abnormal and Social Psychology**, v.57, n.1, p.61, 1958.

GIDER, J.; HACKBARTH, D. Financing Decisions. In: BAKER, H. K.; NOFSINGER, J. R. (Ed.). **Behavioral finance: investors, corporations, and markets**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10 ed. São Paulo: Pearson, 2004.

GIUDICI, G.; PALEARI, S. The provision of finance to innovation: a survey conducted among Italian technology-based small firms. **Small Business Economics**, v. 14, n. 1, p. 37-53, 2000.

GOEL, A. M.; THAKOR, A. Rationality, overconfidence and leadership. **Disponível em <http://ssrn.com/abstract=244999>**, acesso em 26 de julho de 2015, 2000.

_____. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 6, p. 2737-2784, 2008.

GOFFEE, R.; SCASE, R. **Women in charge: The experiences of female entrepreneurs**. London: Allen & Unwin London, 1985.

GRABLE, J. E.; JOO, H. S. A cross-disciplinary examination of financial risk tolerance. **Consumer Interests Annual**, v.46, p.151-157, 2000.

GRAHAM, J. R., *et al.* Managerial attitudes and corporate actions. **Journal of financial economics**, v. 109 n.1 p.103-121, 2013.

GOLDBERG, L. R. The structure of phenotypic personality traits. **American psychologist**, v. 48, n. 1, p. 26, 1993.

GRANT, A. M.; SCHWARTZ, B. Too much of a good thing the challenge and opportunity of the inverted U. **Perspectives on Psychological Science**, v. 6, n. 1, p. 61-76, 2011.

GREEN, C. J., *et al.* How do small firms in developing countries raise capital? Evidence from a large-scale survey of Kenyan micro and small scale enterprises. Center for International, Financial and Economics Research. Department of Economics. Loughborough University. **Economic Research Paper No. 02/6**, disponível em <https://dspace.lboro.ac.uk/dspace-jspui/bitstream/2134/363/3/erp02-6.pdf>, acesso em 26 de julho de 2015, 2002.

GREGORY, B. T., *et al.* An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing. **Journal of Small Business Management**, v.43, n.4, p.382-392, 2005.

GREINER, L. E. Evolution and Revolution as Organization Grow, **Harvard Business Review**, n.37, 1972.

GROSS, J.J. The emerging field of emotion regulation: An integrative review. **Review of General Psychology**, v. 2, n. 3, p. 271-299, 1998.

GUARNERA, S.; WILLIAMS, R. L. Optimism and locus of control for health and affiliation among elderly adults. **Journal of Gerontology**, v. 42, n. 6, p. 594-595, 1987.

GUILLEMIN, F., *et al.* Cross-cultural adaptation of health-related quality of life measures: literature review and proposed guidelines. **Journal of clinical epidemiology**, v.46, n.12, p.1417-1432, 1993.

GUPTA, Y. P.; CHIN, D. C. W. Organizational life cycle: A review and proposed directions for research. **Midatlantic Journal of Business**, v. 30, p. 269-269, 1994.

HACKBARTH, D. Managerial optimism, overconfidence, and capital structure decisions. **European Finance Association Annual Meeting,(Aug, 2004)**, Maasticht, The Netherlands, 2004.

_____. Managerial traits and capital structure decisions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.43, n.4, p.843, 2008.

_____. Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. **Journal of Corporate Finance**, v.15, n.4, p.389-411, 2009.

HADI, A. S.; SIMONOFF, J. S. Procedures for the identification of multiple outliers in linear models. **Journal of the American statistical association**, v.88, n.424, p.1264-1272, 1993.

HAILU, Getu *et al.* Do Decision Makers' Debt-risk Attitudes Affect the Agency Costs of Debt?. **CAFRI: Current Agriculture, Food and Resource Issues**, n. 06, 2005.

HAIR, J. F., *et al.* **Multivariate Data Analysis**. 7ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2010.

HALEK, M.; EISENHAUER, J. G. Demography of risk aversion. **Journal of Risk and Insurance**, v. 68. n. 1p.1-24, 2001.

HALL, G., *et al.* Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure. **International Journal of the Economics of Business**, v.7, n.3, p.297-312, 2000.

_____. Determinants of the capital structures of European SMEs. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 31, n. 5-6, p. 711-728, 2004.

HALLAHAN, T. A., *et al.* An Empirical Investigation of Personal Financial Risk Tolerance. **Financial Services Review**, v.13, p.57-78, 2004.

HALTIWANGER, J., *et al.* Who creates jobs? Small versus large versus young. **Review of Economics and statistics**, v.95, n.2, p.347-361, 2013.

HANNA, S. D.; CHEN, P. Subjective and objective risk tolerance: Implications for optimal portfolios. **Financial Counseling and Planning**, v. 8, p. 17–26, 1997.

- HANKS, S. H. *et al.* Tightening the life-cycle construct: A taxonomic study of growth stage configurations in high-technology organizations. **Entrepreneurship theory and Practice**, v. 18, p. 5-5, 1993.
- HANKS, S. H.; CHANDLER, G. Patterns of functional specialization in emerging high tech firms. **Journal of Small Business Management**, vol. 32, no. 2, pp. 23-36, 1994.
- HARRIS, D. Family firms can be a woman's world. **The Times**: 13 September, p. 32, 1994.
- HARRIS, P.; MIDDLETON, W. The illusion of control and optimism about health: On being less at risk but no more in control than others. **British Journal of Social Psychology**, v. 33, n. 4, p. 369-386, 1994.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.
- HATTEN, T. S. **Small business management: Entrepreneurship and beyond**. Quebec: Cengage Learning, 2012.
- HAWKINS, D. M. **Identification of outliers**. London: Chapman and Hall, 1980.
- HAYASHI, N., *et al.* Reciprocity, trust, and the sense of control a cross-societal study. **Rationality and society**, v.11, n.1, p.27-46. 1999.
- HAYNES, G. W; AVERY, J. R. Family Businesses: Can the Family and Business Finances be Separated. **Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance**, v.5, n.1, p.61-74, 1997.
- HAYNES, G. W. *et al.* Management issues of business-owning families. In: XIAO, J. J. (ed.) **Handbook of consumer finance research**. Springer New York, 2008.
- HAYWARD, M.L.A. *et al.* A hubris theory of entrepreneurship. **Management Science**, v. 52 n. 2, p. 160-172, 2006.
- HEATH, C.; TVERSKY, A. Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty. **Journal of risk and uncertainty**, v. 4, n. 1, p. 5-28, 1991.
- HEATON, J. B. Managerial optimism and corporate finance. **Financial management**, v. 31, n. 2, p.33-45, 2002.
- HEIDER, F. **The psychology of interpersonal relations**. Psychology Press, 1958.
- HENSELER, J., *et al.* The use of partial least squares path modeling in international marketing. **Advances in international marketing**, v.20, n.1, p.277-319, 2009.
- HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G.; MARTÍNEZ-SOLANO, P. Banking Relationships: Effects on Debt Terms for Small Spanish Firms. **Journal of Small Business Management**, v.44, n.3, p.315-333, 2006.

HEYMAN, D. *et al.* The financial structure of private held Belgian firms. **Small Business Economics**, v. 30, n. 3, p. 301-313, 2008.

HISRICH, R. D. The woman entrepreneur: A comparative analysis. **Leadership & Organization Development Journal**, v.7, n.2, p.8-16, 1986.

HISRICH, R. D.; BRUSH, C. G. The woman entrepreneur: Implications of family, educational, and occupational experience. **Frontiers of entrepreneurship research**, p.255-270, 1983.

_____. **The woman entrepreneur: starting, financing, and managing a successful new business.** Lexington: Lexington Books, 1986.

HISRICH, R. D.; O'BRIEN, M. The woman entrepreneur as a reflection of the type of business. **Frontiers of entrepreneurship research**, v.54, n.1, 1982.

HOANG, N. A.; OTAKE, T. Credit Participation and credit source selection of vietnam small and medium enterprises. **South East Asian Journal of Management**, v. 8, n. 2, 2014.

HODGMAN, D. R. The deposit relationship and commercial bank investment behavior. **The Review of Economics and Statistics**, v.43, n.3, p.257-268, 1961.

_____. **Commercial bank loan and investment policy:** Bureau of Economic and Business Research. Illinois: University of Illinois Press, 1963.

HOGAN, J. **Hogan Personality Inventory Manual.** Minneapolis, MN: National Computer Systems, 1986.

HOGAN, R.; HOGAN, J. The Hogan Personality Inventory. In De Raad, B.; PERUGINI, M. (eds.), **Big Five Assessment** (pp. 329–51). Seattle, WA: Hogrefe and Huber, 2002.

HOGAN, T.; HUTSON, E. Capital structure in new technology-based firms: Evidence from the Irish software sector. **Global Finance Journal**, v.15, n.3, p.369-387, 2005.

HOLMES, S.; KENT, P. An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises. **Journal of Small Business Finance**, v.1, n.2, p.141-154, 1991.

HONIG-HAFTEL, S.; MARTIN, L. Is the female entrepreneur at a disadvantage? **Thrust: the journal for employment and training professionals**, v.7, n.1/2, p.49-64, 1986.

HOOPER, D., *et al.* Structural equation modelling: guidelines for determining model fit. **Electronic Journal of Business Research Methods**, v.6 n.1 p.2, 2008.

HORIUCHI, A, *et al.* What role has the “Main Bank” played in Japan? **Journal of the Japanese and International Economies**, v.2, n.2, p.159-180, 1988.

HOSHI, T., *et al.* Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. **The Quarterly Journal of Economics**, v.106, n.1, p.33-60, 1991.

HOVENKAMP, H. J. Neoclassicism and the Separation of Ownership and Control. **Virginia Law & Business Review**, Vol. 4, v.4, n.2, p.373-406, 2009.

HOYLE, R. H. **Structural equation modeling**: Concepts, issues, and applications. New York: Sage, 1995

HU, L. T.; BENTLER, P. M. Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives. **Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal**, v.6, n.1, p.1-55, 1999.

HUI, Q. Q. *et al.* Empirical Research on the Influence of Sense of Control on Psychological Capital. **Journal of Human Resource and Sustainability Studies**, v. 2, n. 01, p. 1, 2014.

HUNTER, D. R. Risk perception and risk tolerance in aircraft pilots. No. DOT/FAA/AM-02/17. **Federal Aviation Administration Washington DC Office of Aviation Medicine**, 2002.

_____. Risk perception among general aviation pilots. **The international journal of aviation psychology**, v. 16, n. 2, p. 135-144, 2006.

HURLEY, J. R. Agency and communion as related to 'Big Five' self-representations and subsequent behavior in small groups. **Journal of Psychology**, v. 32, p. 337-351, 1998.

HUTCHINSON, R. W. The capital structure and investment decisions of the small owner-managed firm: some exploratory issues. **Small Business Economics**, v.7, n.3, p.231-239, 1995.

HUYGHEBAERT, N.; VAN DE GUCHT, L. M. The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-ups. **European Financial Management**, v.13, n.1, p.101-133, 2007.

IBGE. **Demografia das Empresas**: 2011. Rio de Janeiro: Brasil, 2012.

_____. **As micro e pequenas empresas comerciais e de serviços no Brasil 2001**. Rio de Janeiro: IBGE, 2003.

_____. **Estatísticas de Empreendedorismo 2011**. Rio de Janeiro: IBGE, 2013a.

_____. **Cadastro Central de Empresas 2009-2012**. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/estadosat/temas.php?sigla=rs&tema=demogempr2012>, acesso em 07/10/2014, 2013b

IBPT. **Empresômetro**: censo das empresas e entidades públicas e privadas brasileiras. Disponível em: <https://www.ibpt.org.br/img/uploads/novelty/estudo/372/CENSODASEMPRESASEENTIDADESOUTUBRO2012V9FINAL.pdf>. Acesso em 07/10/2014, 2013.

IRVINE, S. H. **The True Self-Report Inventory**. Workshop presented at The University of Sydney, Australia, 1999.

JACOBS-LAWSON, J. M, *et al.* Predictors of health locus of control in older adults. **Current Psychology**, v. 30, n. 2, p. 173-183, 2011.

JAMES, W. H. **Internal versus external control of reinforcement as a basic variable in learning theory.** Unpublished doctoral dissertation. Ohio: Ohio State University, 1957.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v.76, n.2, p.323-329, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v.3, n.4, p.305-360, 1976.

JOHNSON, P. C.; MCMAHON, R. G. P. Cross-industry differences in SME financing behaviour: An Australian perspective. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 12, n. 2, p. 160-177, 2005.

JOHNSON, R. A.; WICHERN, D. W. **Applied multivariate statistical analysis.** Englewood Cliffs, NJ: Prentice hall, 1992.

JONES, E. E.; DAVIS, K. E. From acts to dispositions: the attribution process in person perception. In BERKOWITZ, L. (Ed.), **Advances in experimental social psychology.** New York: Academic Press, 1965.

JORDAN, J., *et al.* Strategy and financial policy in UK small firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, v.25, n.1-2, p.1-27, 1998.

JUDGE, T. A.; BONO, J. E. Relationship of core self-evaluations traits—self-esteem, generalized self-efficacy, locus of control, and emotional stability—with job satisfaction and job performance: A meta-analysis. **Journal of applied Psychology**, v. 86, n. 1, p. 80, 2001a.

_____. A rose by any other name: Are self-esteem, generalized self-efficacy, neuroticism, and locus of control indicators of a common construct?. In BRENT, R. W. HOGAN, R. (eds). **Personality psychology in the workplace: Decade of behavior.** Washington: American Psychological Association, 2001b.

JUDGE, T. A. *et al.* The dispositional causes of job satisfaction: A core evaluations approach. **Research in Organizational Behavior**, v. 19, p. 151-188, 1997.

_____. Dispositional effects on job and life satisfaction: The role of core evaluations. **Journal of Applied Psychology**, v. 83, p. 17-34, 1998a.

_____.The power of being positive: The relation between positive self-concept and job performance. **Human Performance**, v. 11, n. 2, p. 167-187, 1998b.

_____. Are measures of self-esteem, neuroticism, locus of control, and generalized self-efficacy indicators of a common core construct? **Journal of personality and social psychology**, v. 83, n. 3, p. 693, 2002.

KAHNEMAN, D. E D. LOVALLO. Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking. **Management science**, v.39, n.1, p.17-31. 1993.

KALE, J. R., *et al.* The effect of business risk on corporate capital structure: Theory and evidence. **The Journal of Finance**, v.46, n.5, p.1693-1715, 1991.

KALLEBERG, A. L.; LEICHT, K. T. Gender and organizational performance: Determinants of small business survival and success. **Academy of management journal**, v.34, n.1, p.136-161, 1991.

KANE, E. J.; MALKIEL, B. G. Bank portfolio allocation, deposit variability, and the availability doctrine. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 79, n.1, p.113-134, 1965.

KAPLAN, E. Women entrepreneurs: constructing a framework to examine venture success and failure. In: KIRCHHOFF, B. A, *et al.* (Ed.). **Frontiers of Entrepreneurship Research**. Wellesley: Babson College, 1988.

KAZANJIAN, R. K. Relation of dominant problems to stages of growth in technology-based new ventures. **Academy of management journal**, v. 31, n. 2, p. 257-279, 1988.

KAZANJIAN, R. K.; DRAZIN, R. An empirical test of a stage of growth progression model. **Management Science**, v. 35, n. 12, p. 1489-1503, 1989.

KASSIN, S. **Psychology**. New Jersey: Prentice Hall, 2003.

KIM, E. H. A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. **The Journal of Finance**, v.33, n.1, p.45-63, 1978.

KIDD, J. B. The utilization of subjective probabilities in production planning. **Acta Psychologica**, v. 34, p. 338-347, 1970.

KLAPPER, L. F. *et al.* A Firm-Level Analysis of Small and Medium Size Enterprise Financing in Poland. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=922464>, acesso em 25 de julho de 2015, 2006.

KLAYMAN, J. *et al.* Overconfidence: It depends on how, what, and whom you ask. **Organizational behavior and human decision processes**, v. 79, n. 3, p. 216-247, 1999.

KLINE, R. B. **Principles and practice of structural equation modeling**. New York: Guilford press, 2004.

KLUEMPER, D. H. *et al.* State or trait: effects of state optimism on job-related outcomes. **Journal of Organizational Behavior**, v. 30, n. 2, p. 209-231, 2009.

KOPER, G. Women entrepreneurs and the granting of business credit. In: ALLEN, S.; TRUMAN, C. (Ed.). **Women in business: perspectives on women entrepreneurs**. London: Routledge, 1993.

KOROPP, C. *et al.* Financial Decision Making in Family Firms An Adaptation of the Theory of Planned Behavior. **Family Business Review**, v. 27, n. 4, p. 307-327, 2014.

KOSTKA, T.; JACHIMOWICZ, Vi. Relationship of quality of life to dispositional optimism, health locus of control and self-efficacy in older subjects living in different environments. **Quality of Life Research**, v. 19, n. 3, p. 351-361, 2010.

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A state-preference model of optimal financial leverage. **The Journal of Finance**, v.28, n.4, p.911-922. 1973.

KRAUS, S. J. Attitudes and the prediction of behavior: a meta-analysis of the empirical literature. **Personality and social psychology bulletin**, v.21, n.1, p.58-75, 1995.

KUTSUNA, K.; HONJO, Y. Start-up Financing Choice and Post-entry Performance Discussion Paper Series - Kobe University. Disponível em <http://www.lib.kobe-u.ac.jp/repository/80500099.pdf>, acesso em 25 de julho de 2015, 2006.

LA ROCCA, M., *et al.* Capital structure decisions during a firm's life cycle. **Small Business Economics**, v.37, n.1, p.107-130, 2011.

LADEIRA, W. J. Três décadas no modelo de Churchill: utilização da análise fatorial e do Alpha de Cronbach na validação de instrumentos de coleta de dados no Marketing. **Revista Brasileira de Pesquisas de Marketing, Opinião e Mídia**, v.5, n.2, p.40-48, 2010.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 2010.

LANDIS, R. S. *et al.* A comparison of approaches to forming composite measures in structural equation models. **Organizational Research Methods**, v.3, n.2, p.186-207, 2000.

LARANJEIRA, C. A. Tradução e validação portuguesa do revised life orientation test (LOT-R). **Universitas Psychologica**, v.7, n.2, p.469-476, 2008.

LARWOOD, L.; WHITTAKER, W. Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning. **Journal of Applied Psychology**, v. 62, n.2, p.194-198, 1977.

LEA, S. E., *et al.* The economic psychology of consumer debt. **Journal of economic psychology**, v.14, n.1, p.85-119, 1993.

_____. Psychological factors in consumer debt: money management, economic socialization, and credit use **Journal of economic psychology**, v.16, n.4, p.678-701, 1995.

_____. Credit, debt and problem debt. In EARL, P.E.; KEMP, S. (Eds.), **The Elgar companion to consumer research and economic psychology**, pp.139-143. Cheltenham: Edward Elgar, 1999.

LEE-GOSSELIN, H.; GRISE, J. Are women owner-managers challenging our definitions of entrepreneurship? An in-depth survey. **Journal of Business Ethics**, v.9, n.4-5, p.423-433, 1990.

LEE, N.; HOOLEY, G. The evolution of “classical mythology” within marketing measure development. **European Journal of Marketing**, v.39, n.3/4, p.365-385, 2005.

LEE, S.; DENSLOW, D. A study on the major problems of US women-owned small businesses. **Journal of Small Business Strategy**, v.15, n.2, p.77-89, 2005.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v.32, n.2, p.371-387, 1977.

LEVENSON, A. R.; WILLARD, K. L. Do firms get the financing they want? Measuring credit rationing experienced by small businesses in the US. **Small Business Economics**, v.14, n.2, p.83-94, 2000.

LEVENSON, H. Multidimensional locus of control in psychiatric patients. **Journal of consulting and clinical psychology**, v.41, n.3, p.397, 1973.

LICHTENSTEIN, S.; FISCHOFF, B. Do those who know more also know more about how much they know? The calibration of probability judgments. **Organizational Behavior and Human Performance**, v. 20, p. 259-283, 1977.

LICHTENSTEIN, S., *et al.* Calibration of probabilities: The state of the art to 1980. In: KAHNEMAN, D., *et al.* (Ed.). **Judgment under uncertainty: Heuristics and biases**. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.

LIVINGSTONE, S.; LUNT, P. K. Predicting personal debt and debt repayment: psychological, social and economic determinants. **Journal of Economic Psychology**, v.13, n. 1 p. 111-134, 1992.

LOSCOCO, K. A., *et al.* Gender and small business success: an inquiry into women's relative disadvantage. **Social forces**, v.70, n.1, p.65-85, 1991.

LÓPEZ-GRACIA, J.; SOGORB-MIRA, F. Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. **Small Business Economics**, v. 31, n. 2, p. 117-136, 2008.

LUND, F. H. The psychology of belief. **The Journal of Abnormal and Social Psychology**, v.20, n.1, p.63, 1925.

LUNT, P. K.; LIVINGSTONE, S. M. Everyday explanations for personal debt: a network approach. **British Journal of Social Psychology**, v.30, p.309-323, 1991.

LUSSIER, R. N., *et al.* **Fundamentos de administração**. São Paulo: Cengage Learning. 2010.

LUTHANS, F. The need for and meaning of positive organizational behavior. **Journal of Organizational Behavior**, v. 23, p. 695–706, 2002.

LUTHANS, F.; YOUSSEF, C. Emerging positive organizational behavior. **Journal of Management**, v. 33, p. 321– 349, 2007.

LYONS, K. S. *et al.* Optimism, pessimism, mutuality, and gender: Predicting 10-year role strain in Parkinson's disease spouses. **The Gerontologist**, v. 49, n. 3, p. 378-387, 2009.

MAC AN BHAIRD, C. **Resourcing Small and Medium Sized Enterprises: A Financial Growth Life Cycle Approach**. Dublin: Ireland: Springer, 2010.

MAC AN BHAIRD, C.; LUCEY, B. Determinants of capital structure in Irish SMEs. **Small Business Economics**, v.35, n.3, p.357-375, 2010.

MAC AN BHAIRD, C.; LUCEY, B. An empirical investigation of the financial growth lifecycle. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 18, n. 4, p. 715-731, 2011.

MACHADO, H. V. Concepções do papel empreendedor por mulheres empresárias: estudo com mulheres paranaenses. **Temática**, Londrina, n.18, p.19-37, 2000.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. Porto Alegre: Bookman, 2011.

MALMENDIER, U.; TATE, G. CEO overconfidence and corporate investment. **The Journal of Finance**, v.60, n.6, p.2661-2700, 2005.

MALMENDIER, U., *et al.* Capital structure and overconfidence. **Working Paper**, University of California, Berkeley. 2007.

_____. Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. **The Journal of Finance**, v.66, n.5, p.1687-1733, 2011.

MANDAL, B.; ROE, B. Risk tolerance and its relation to important life events. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=985314>, acesso em 26 de julho de 2015, 2007.

MANOVE, M.; PADILLA, A. J. Banking (conservatively) with optimists. **The Rand Journal of Economics**, p. 324-350, 1999.

MARKS, K. H., *et al.* **The handbook of financing growth: strategies and capital structure**. New York: John Wiley & Sons, 2005.

MARSH, H. W. *et al.* Goodness-of-fit indexes in confirmatory factor analysis: The effect of sample size. **Psychological bulletin**, v. 103, n. 3, p. 391, 1988.

_____. An evaluation of incremental fit indices: A clarification of mathematical and empirical properties. in MARCOULIDES, G. A.; SCHUMACKER, R. E. eds. **Advanced structural equation modeling: Issues and techniques**, p. 315-353, 1996.

MARSHALL, A. **Principles of economics: an introductory volume**. London: MacMillan, 1890.

MARSHALL, G. N. *et al.* Distinguishing optimism from pessimism: Relations to fundamental dimensions of mood and personality. **Journal of personality and social psychology**, v. 62, n. 6, p. 1067, 1992.

MASTERS, R. Study examines investors' risk-taking propensities. **Journal of Financial Planning**, v.2, n.3, p.151-155, 1989.

- MATTAR, F. N. **Pesquisa de Marketing: Metodologia e Planejamento**. São Paulo: Atlas, 2005.
- MATTHEWS, G. *et al.* **Personality traits**. 3 ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
- MATTHEWS, C. H., *et al.* Capital structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm. **Family Business Review**, v.7, n.4, p.349-367, 1994.
- MAUCH, J.; PARK, N. **Guide to the successful thesis and dissertation: A handbook for students and faculty**. New York: CRC Press, 2003.
- MCCLELLAND, A. G.; BOLGER, F. The calibration of subjective probability: Theories and models 1980–94. In: MCCLELLAND, A., *et al.* (Eds.). **Subjective probability**. Oxford, England: John Wiley & Sons, 1994.
- MCCLELLAND, D. **A sociedade competitiva: realização e progresso social**. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.
- MCCONNELL, J. J.; PETTIT, R. R. **Application of the modern theory of finance to small business firms**: Interagency Task Force on Small Business Finance, 1980.
- MCCRAE, R. R.; COSTA Jr., P. T. Personality trait structure as a human universal. **American psychologist**, v. 52, n. 5, p. 509, 1997.
- MCINISH, T. H. Individual investors and risk-taking. **Journal of economic psychology**, v.2, n.2, p.125-136, 1982.
- MCCMAHON, R. G. **Behavioural Finance: A Background Briefing**. Pusan University National Press, 2005.
- _____. Behavioural Finance: A Background Briefing. School of Commerce Research Paper Series working paper, Disponível em <http://www.flinders.edu.au/sabs/business/research/papers/05-9.pdf> , acesso em 25 de julho de 2015, 2006.
- MEFTEH, S.; OLIVER, B. R. **Capital structure choice: the influence of confidence in France**. French Finance Association, 2007.
- MENDES-DA-SILVA, W.; YU, A. S. O. Análise empírica do senso de controle: buscando entender o excesso de confiança. **Revista de Administração Contemporânea**, v.13, n.2, p.247-271, 2009.
- MERSHON, B.; GORSUCH, R. L. Number of factors in the personality sphere: Does increase in factors increase predictability of real-life criteria?. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 55, n. 4, p. 675, 1988.
- MEWSE, A. J., *et al.* First steps out of debt: Attitudes and social identity as predictors of contact by debtors with creditors. **Journal of economic psychology**, v.31, n.6, p.1021-1034, 2010.

MICHAELAS, N., *et al.* Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. **Small Business Economics**, v.12, n.2, p.113-130, 1999.

MIGIRO, S. O. **Small and Medium-Scale Manufacturing Enterprises in Kenya: A Perspective on Alternative Sources Of Financing**. Tese - Doutorado em Gestão Comercial - Universidade de Zululand, KwaDlangezwa, 2005.

MILLER, D.; FRIESEN, P. H. A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. **Management Science**, 30, 10, 1161-1183, 1984.

MILLER, D. T.; ROSS, M. Self-serving biases in the attribution of causality: Fact or fiction? **Psychological bulletin**, v.82, n.2, p.213-225, 1975.

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

MINTZBERG, H. Power and Organizational Life Cycles. **Academy of Management Review**, v.9, n.2, p. 207-224, 1984.

MIROWSKY, J. Age and the sense of control. **Social Psychology Quarterly**, p.31-43. 1995.

MIROWSKY, J.; ROSS, C. E. Eliminating defense and agreement bias from measures of the sense of control: A 2 x 2 index. **Social Psychology Quarterly**, p.127-145, 1991.

_____. 'Well-being across the Life Course. **A handbook for the study of mental health**, p.328-347. 1999.

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

_____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v.53, n.3, p.433-443, 1963.

MOORE, P. G. The manager's struggles with uncertainty. **Journal of the Royal Statistical Society**. Series A (General), p. 129-165, 1977.

MORIN, R. A.; SUAREZ, F. A. Risk aversion revisited. **The Journal of Finance**, v.38, n.4, p.1201-1216, 1983.

MORRIS, M. H., *et al.* The dilemma of growth: understanding venture size choices of women entrepreneurs. **Journal of Small Business Management**, v.44, n.2, p.221-244, 2006.

MOULDING, R.; KYRIOS, M. Desire for control, sense of control and obsessive-compulsive symptoms. **Cognitive therapy and research**, v.31, n.6, p.759-772, 2007.

MOURA, A. G. D. **Impacto dos diferentes níveis de materialismo na atitude ao endividamento e no nível de dívida para financiamento do consumo nas famílias de baixa renda do Município de São Paulo**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2005.

- MUELLER, D. C. A Life Cycle Theory of the Firm. **The Journal of Industrial Economics**, v.20, n.3, p.199-219, 1972.
- MURPHY, A. H. A new vector partition of the probability score. **Journal of Applied Meteorology**, v.12, n.4, p.595-600, 1973.
- MURPHY, A. H.; WINKLER, R. L. Reliability of subjective probability forecasts of precipitation and temperature. **Applied Statistics**, p. 41-47, 1977.
- MWOBOBIA, F. M. The challenges facing small-scale women entrepreneurs: A case of Kenya. **International Journal of Business Administration**, v. 3, n. 2, p.112, 2012.
- MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of financial economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.
- _____. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, v.39, n.3, p.575-592, 1984.
- _____. Still searching for optimal capital structure. **Journal of Applied Corporate Finance**, v.6, n.1, p.4-14, 1993.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, v.13, n.2, p.187-221, 1984.
- NAKAMURA, L. I. Monitoring Loan Quality via Checking Account Analysis. **Journal of Retail Banking**, v.14, p.16-34, 1993.
- NALWANGA, D. **Business Characteristics, Informatio Asimmetries, Capital Market Development and Capital Struture**: The Case of Katwe Metal Works And Fabrication Subsection in Rubaga Division of Kampala District. Dissertação - Mestrado em Contabilidade e Finanças - Makerere University Business School. Makerere University: Kampala, 2010.
- NEELY, L.; VAN AUKEN, H. Differences between famale and mal entrepreneurs use of bootstrap financing. **Journal of Developmental Entrepreneurship**, v.15, n.01, p.19-34, 2010.
- NEWMAN, A., *et al.*. Applicability of financial theories of capital structure to the Chinese cultural context: A study of privately owned SMEs. **International Small Business Journal**, v. 30, n. 1, p. 65-83, 2012.
- NG, T. W. H. *et al.* Locus of control at work: a meta-analysis. **Journal of organizational Behavior**, v. 27, n. 8, p. 1057-1087, 2006.
- NGUYEN, T. D. K.; RAMACHANDRAN, N. Capital structure in small and medium-sized enterprises: the case of Vietnam. **ASEAN Economic bulletin**, v. 23, n. 2, p. 192-211, 2006.
- NOFSINGER, J. R. **The psychology of investing**. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, 2002

NORMAN, P.; *et al.* The theory of planned behavior and smoking cessation. **Health psychology**, v. 18, n. 1, p. 89, 1999.

NORVILITIS, J. M., *et al.* Factors Influencing Levels of Credit-Card Debt in College Students. **Journal of Applied Social Psychology**, v.33, n.5, p.935-947, 2003.

O'HARE, W.; LARSON, J. Women in business: where, what and why. **American Demographics**, v.13, n.7, p.34-38, 1991.

O'MEALLY, N. B. **Fostering women's entrepreneurship: education, management raining and societal values.** Conference on women entrepreneurs in SMEs: Realising the Benefits of Globalization and the Knowledge-based Economy, 2000.

OLIVARES, O. J. **Overconfidence and personality:** do individual differences exist in the way people make confidence judgments? Tese de Doutorado. Texas A & M University, 1993.

OLIVER, B. R. The Impact of Management Confidence on Capital Structure. **Economics Letters**, v.78, n.1, p.109-115, 2003.

ONGENAH, S. ; SMITH, D. C. Bank Relationships: A Review. In: HARKER, P. T.; ZENIOS, S. A. (Ed.). **Performance of Financial Institutions:** Efficiency, Innovation, Regulation. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

ORS, E., *et al.* Performance Gender Gap: Does Competition Matter? **Journal of Labor Economics**, v.31, n.3, p.443-499, 2013.

ORSER, B.; HOGARTH-SCOTT, S. Opting for growth: Gender dimensions of choosing enterprise development. **Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration**, v.19, n.3, p.284-300, 2002.

ORSER, B. J., *et al.* Performance, firm size, and management problem solving. **Journal of Small Business Management**, v.38, n.4, p.42-58, 2000.

_____. Women entrepreneurs and financial capital. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v.30, n.5, p.643-665, 2006.

ORTIZ-MOLINA, H.; PENAS, M. F. The maturity of loan commitments to small businesses: An empirical analysis. **Research Paper**, Tilburg University, 2005.

OU, C.; HAYNES, G. W. Acquisition of additional equity capital by small firms—findings from the national survey of small business finances. **Small Business Economics**, v.27, n.2-3, p.157-168, 2006.

OZER, D. J.; BENET-MARTINEZ, V. Personality and the prediction of consequential outcomes. **Annu. Rev. Psychol.**, v. 57, p. 401-421, 2006.

PAESE, P. W.; SNIEZEK, J. A. Influences on the appropriateness of confidence in judgment: Practice, effort, information, and decision-making. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 48, n. 1, p. 100-130, 1991.

PÅLSSON, A. M. Does the degree of relative risk aversion vary with household characteristics? **Journal of economic psychology**, v.17, n.6, p.771-787, 1996.

PARK, N. Y. The effects of managerial extraversion on corporate financing decisions. Disponível em http://www.aidea2013.it/docs/63_aidea2013_banking-and-finance.pdf, acesso em 23/03/2015, 2013.

PATTON, W. *et al.* Gender differences for optimism, self-esteem, expectations and goals in predicting career planning and exploration in adolescents. **International Journal for Educational and Vocational Guidance**, v. 4, n. 2-3, p. 193-209, 2004

PAULHUS, D. L.; WILLIAMS, K. M. The Dark Triad of personality: Narcissism, Machiavellianism and psychopathy. **Journal of Research in Personality**, v. 36, p. 556–563, 2002.

PAULHUS, D. L. *et al.*. The over-claiming technique: Measuring self-enhancement independent of ability. **Journal of Personality and Social Psychology**, 84, 890–904, 2003.

PAUNONEN, S. V.; ASHTON, M. C. Big five factors and facets and the prediction of behavior. **Journal of personality and social psychology**, v. 81, n. 3, p. 524, 2001.

PAUNONEN, S. V.; JACKSON, D. N. What is beyond the big five? Plenty! **Journal of Personality**, v. 68, p. 821–835, 2000.

PEACOCK, R. Understanding small business. **Practice, Theory and Research**, p.279-280, 1999.

PEACOCK, E. J.; WONG, P. T. P. Anticipatory stress: The relation of locus of control, optimism, and control appraisals to coping. **Journal of Research in Personality**, v. 30, n. 2, p. 204-222, 1996.

PEÑALOZA, V.; NOBRE, J. O. Estrutura de capital das pequenas e médias empresas (PMEs) do setor de software de Fortaleza. Anais do IV EGEPE - Encontro de Estudos sobre Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas. Curitiba, 2005.

PENROSE, E. T. Biological analogies in the theory of the firm. **The American Economic Review**, v.42, n.5, p.804-819. 1952.

_____. **The theory of growth of the firm**. White Plains, NY: M.E. Sharp. 1959

PETERSEN, M. A.; RAJAN, R. G. The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. **The Journal of Finance**, v.49, n.1, p.3-37, 1994.

_____. The effect of credit market competition on lending relationships. **The Quarterly Journal of Economics**, p. 407-443, 1995.

PETERSON, C., SELIGMAN, M. E. Causal explanations as a risk factor for depression: Theory and evidence. **Psychological review**, v.91, n.3, p.347, 1984.

PETERSON, C.; VAIDYA, R. S. Explanatory style, expectations, and depressive symptoms. **Personality and individual differences**, v.31, n.7, p.1217-1223, 2001.

PETTIT, R. R.; SINGER, R. F. Small business finance: a research agenda. **Financial management**, p.47-60. 1985.

PETTY, J. W., *et al.* **Financial Management: Principles and Applications**. New York: Prentice Hall, 2011

PHARES, E. J. Expectancy changes in skill and chance situations. **The Journal of Abnormal and Social Psychology**, v.54, n.3, p.339, 1957.

PICCOLO, R. F. Core self-evaluations in Japan: Relative effects on job satisfaction, life satisfaction, and happiness. **Journal of Organizational Behavior**, v. 26,p. 965-984, 2005.

PINKOVÁ, P.; KAMÍNKOVÁ, P. Corporate life cycle as determinant of capital structure in companies of czech automotive industry. **Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis**, v. 60, n. 2, p.255-259, 2012.

POMPIAN, M. **Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases**. New York, Wiley, 2011.

POST, J.M. Current concepts of the narcissistic personality: implications for political psychology. **Political Psychology**. v.14 n. 1, p. 99–121, 1993.

PUGH, D. S.; HICKSON, D. J. **Organisational Structure in its Context**. Famborough: Saxon House and Lexington Books, 1976.

PULFORD, B. D. **Overconfidence in human judgment**. Department of Psychology. University of Leicester, Thesis - Doctor of Philosophy in Psychology - Department of Psychology. University of Leicester, 1996.

PUSKAR, K. R. *et al.* Self-esteem and optimism in rural youth: Gender differences. **Contemporary Nurse**, v. 34, n. 2, p. 190-198, 2010.

QUINN, R. E.; CAMERON, K. Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence. **Management Science**, v.29, n.1, p.33-51, 1983.

RAJAN, R. G. The past and future of commercial banking viewed through an incomplete contract lens. **Journal of Money, Credit and Banking**, p.524-550, 1998.

RAMAKRISHNAN, R. T.; THAKOR, A. V. Information reliability and a theory of financial intermediation. **The Review of Economic Studies**, v.51, n.3, p.415-432, 1984.

READ, L. H. **The Financing of Small Business: A Comparative Study of Male and Female Small Business Owners**. New York: Routledge, 2002.

REBELO, S. C. F. **A estrutura de capital e o ciclo de vida das empresas**. Faculdade de Economia, Dissertação - mestrado em Finanças Empresariais. Faculdade de Economia. Universidade de Algarve, Faro, 2003.

REGAN, J. W., *et al.* Do people have inflated views of their own ability? **Journal of Personality and Social Psychology**, v.31, n.2, p.295-301, 1975.

REILLY, M. The problems of being a businesswoman. **Accountancy**, July, p.24-25, 1989.

RIDING, A. L.; SWIFT, C. S. Women business owners and terms of credit: some empirical findings of the Canadian experience. **Journal of Business Venturing**, v.5, n.5, p.327-340, 1990.

RILEY, N. F.; RUSSON, M. G. Individual asset allocation and indicators of perceived client risk tolerance. **Journal of Financial and Strategic Decisions**, v.8, n.1, p.65-70, 1995.

ROBB, A.; WOLKEN, J. **Firm, owner, and financing characteristics**: Differences between female-and male-owned small businesses. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, 2002.

ROBB, A. M.; ROBINSON, D. T. **The capital structure decisions of new firms**. National Bureau of Economic Research, 2010.

ROBERTS-REID, L.; CURRAN, J. **Women and the one person enterprise: a flexible form of self-employment for the 1990s?** In: ROBERTSON, M., *et al.* (Ed.). *Towards the 21st Century: The Challenge for Small Business*. Macclesfield, Cheshire Nadamal Books, 1992.

ROCHA, N. C. P. **Efeitos da Interação Conjunta da Volatilidade das Taxas de Juro e da Dívida nas Decisões de Investimento**: Evidências nas Empresas Portuguesas do Setor Industrial_ (Dissertação de Mestrado). Escola Superior de Tecnologia e Gestão, Instituto Politécnico de Leiria, Leiria, 2011.

RODRIGUES, D. M.; PEREIRA, C. A. A. A percepção de controle como fonte de bem-estar. **Estudos e Pesquisas em Psicologia**, v. 7, n. 3, p. 541-556, 2007.

RODRIGUEZ-VARGAS, J.C. Aproximación teórica al modelo psicoeconómico del consumidor. **Psicología desde el Caribe**, n. 16, p. 92-127, 2005.

ROMANO, C. A., *et al.* Capital structure decision making: A model for family business. **Journal of Business Venturing**, v. 16, n. 3, p. 285-310, 2001.

ROPER, S.; SCOTT, J. M. Perceived Financial Barriers and the Start-up Decision An Econometric Analysis of Gender Differences Using GEM Data. **International Small Business Journal**, v.27, n.2, p.149-171, 2009.

ROSA, P., *et al.* Gender as a determinant of small business performance: insights from a British study. **Small Business Economics**, v.8, n.6, p.463-478, 1996.

ROSS S. A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n. 1, p.23-40, 1977.

ROSZKOWSKI, M., *et al.* Insights from Psychology and Psychometrics on Measuring Risk Tolerance. **Journal of Financial Planning**, v.18, n.4. 2005.

ROSZKOWSKI, M. J.; DAVEY, G. Risk perception and risk tolerance changes attributable to the 2008 economic crisis: A subtle but critical difference. **Journal of Financial Service Professionals**, v. 64, n. 4, p. 42-53, 2010.

ROTTER, J. B. Generalized expectancies for internal versus external control of reinforcement. **Psychological monographs: General and applied**, v.80, n.1, p.1, 1966.

SÁNCHEZ-VIDAL, J.; MARTÍN-UGEDO, J. F. Are the implications of the financial growth cycle confirmed for Spanish SMEs?. **Journal of Business Economics and Management**, v. 13, n. 4, p. 637-665, 2012.

SANTOS, A. T. **Controle percebido, senso de auto-eficácia e satisfação com a vida: um estudo comparativo entre homens e mulheres pertencentes a três grupos de idade**. Tese - Doutorado em Educação - Programa de Pós-Graduação em Educação, Universidade de Campinas, Campinas, 2003.

_____. Controle percebido: um estudo comparativo entre homens e mulheres. **Revista Brasileira de Terapias Cognitivas**, v.1, n.1, p.91-100, 2005.

SARASVATHY, D. K. *et al.* Perceiving and managing business risks: differences between entrepreneurs and bankers. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 33 n. 2, p. 207, 1998.

SAUCIER, G.; GOLDBERG, L. R. What is beyond the big five? **Journal of Personality**, v. 66, p. 495-524, 1998.

SCASE, R.; GOFFEE, R. **The entrepreneurial middle class**. London: Croom Helm London, 1982.

SCHAEFER, P. S. *et al.* Overconfidence and the big five. **Journal of Research in Personality**, v. 38, n. 5, p. 473-480, 2004.

SCHEIER, M. F.; CARVER, C. S. Optimism, coping, and health: assessment and implications of generalized outcome expectancies. **Health psychology**, v.4, n.3, p.219, 1985.

_____. Effects of optimism on psychological and physical well-being: Theoretical overview and empirical update. **Cognitive therapy and research**, v.16, n.2, p.201-228, 1992.

SCHEIER, M. F., *et al.* Distinguishing optimism from neuroticism (and trait anxiety, self-mastery, and self-esteem): a reevaluation of the Life Orientation Test. **Journal of Personality and Social Psychology**, v.67, n.6, p.1063, 1994.

SCHOOLEY, D. K.; WORDEN, D. D. Risk aversion measures: Comparing attitudes and asset allocation. **Financial Services Review**, v.5, n.2, p.87-99, 1996.

SCHRAND, C. M.; ZECHMAN, S. L. C. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1, p. 311-329, 2012.

SCHREIER, J. W.; KOMIVES, J. L. **The Entrepreneur and New Enterprise Formation: A Resource Guide**. Milwaukee: Center for Venture Management, 1973.

SCHUBERT, R., *et al.* Financial decision-making: are women really more risk-averse? **The American Economic Review**, v.89, n.2, p.381-385, 1999.

SCHUMACHER, E. **Small is beautiful: A study of economics as if people really mattered.** London: Blond Briggs, 1973.

SCHUMACKER, R. E.; LOMAX, R. G. **A beginner's guide to structural equation modeling.** 2 ed. Nahwah, New Jersey: Psychology Press, 2004.

SCHWARTZ, E. B. Entrepreneurship: a new female frontier. **Journal of Contemporary Business**, v.5, n.1, p.47-76, 1976.

SCOTT JR, J. H. A theory of optimal capital structure. **The Bell Journal of Economics**, p.33-54, 1976.

SCOTT, M.; BRUCE, R. Five stages of growth in small business. **Long range planning**, v. 20, n. 3, p. 45-52, 1987.

SEAWARD, H. G.; KEMP, S. Optimism bias and student debt. **New Zealand Journal of Psychology**, v.29, n.1, p.17-19, 2000.

SEBRAE. **10 Anos de Monitoramento da Sobrevivência e Mortalidade de Empresas.** São Paulo: SEBRAE-SP, 2008.

_____. **Anuário do trabalho na micro e pequena empresa: 2012.** Brasília: Dieese, 2012.

_____. **Os donos de negócio no Brasil, por regiões e por unidades da federação: série estudos e pesquisas.** Brasília: Sebrae, 2013.

_____. Critérios de classificação de empresas. Disponível em <http://www.sebrae-sc.com.br/leis/default.asp?vcdtexto=4154> acesso em 17/06/2015, 2015.

SELIGMAN, M. E. **Learned optimism.** New York: Pocket Books, 1998.

_____. **Learned optimism: How to change your mind and your life.** New York: Random House Digital Inc., 2011.

SERRASQUEIRO, Z. **Influência dos proprietários e/ou gestores nas decisões de financiamento das PME.** Gestión Científica Empresarial: Temas de Investigación Actuales, Coruña: Netbiblo, 2003.

SHEFRIN, H. Behavioral corporate finance. **Journal of Applied Corporate Finance**, v.14, n.3, 2001.

SOGORB-MIRA, F. How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994–1998 Spanish data panel. **Small Business Economics**, v.25, n.5, p.447-457, 2005.

SKINNER, E. A. A guide to constructs of control. **Journal of Personality and Social Psychology**, v.71, n.3, p.549, 1996.

- SLOVIC, P. Perception of risk. **Science**, v. 236, n. 4799, p. 280-285, 1987.
- SMITH, K. G., *et al.* Top Level Management Priorities in Different Stages of Organizational Life Cycle, **Academy of Management Journal**, v. 28, n. 4, p. 799-820, 1985.
- SORENSEN, R. L., *et al.* The Family Point of View, Family Social Capital, and Firm Performance An Exploratory Test. **Family Business Review**, v.22, n.3, p.239-253, 2009.
- SRINIVASAN, R., *et al.* **Performance determinants for male and female entrepreneurs**: Krannert Graduate School of Management, Institute for Research in the Behavioral, Economic, and Management Sciences, 1994.
- STATACORP, L. P. **Stata base reference manual**: release 14. College Station: Stata Press, 2015.
- STEIGER, J. H. Understanding the limitations of global fit assessment in structural equation modeling. **Personality and Individual Differences**, v. 42, n. 5, p. 893-98, 2007.
- STEVENSON, L. A. Against all odds: The entrepreneurship of women. **Journal of small business management**, v. 24, p. 30, 1986.
- STEVENSON, L.; ST-ONGE, A. **Support for Growth-oriented, Women Entrepreneurs in Kenya**. Gevena: International Labour Organization, 2005.
- STEIN, I., *et al.* Marrying and breaking up: Firms and their relationship lenders. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1568204>, acesso em 26 de julho de 2015, 2010.
- STEINMETZ, L. L. Critical stages of small business growth: when they occur and how to survive them. **Business horizons**, v.12, n.1, p.29-36, 1969.
- STILL, L. V.; GUERIN, C. D. Barriers facing self-employed women: the Australian experience. **Women in Management Review**, v.6, n.6, 1991.
- STONE, E. R., *et al.* Depressive cognition: A test of depressive realism versus negativity using general knowledge questions. **Journal of Personality**, v. 135, p. 583-602, 2001.
- STONE, B.; MAURY, R. Indicators of personal financial debt using a multi-disciplinary behavioral model. **Journal of Economic Psychology**, v.27, p.543-556, 2006.
- STONER, C. R., *et al.* Work-home role conflict in female-owned small businesses: an exploratory study. **Journal of Small Business Management**, v.28, n.1, p.30-38, 1989.
- STOREY, D. J.; GREENE, F. J. **Small business and entrepreneurship**. New York: Prentice Hall, 2010.
- STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of financial economics**, v.26, n.1, p.3-27, 1990.
- SUNG, J.; HANNA, S. Factors related to risk tolerance. **Financial Counseling and Planning**, v.7, n.1, p.11-20, 1996.

TAYLOR, J. W.; BUNN, D. W. Combining forecast quantiles using quantile regression: Investigating the derived weights, estimator bias and imposing constraints. **Journal of Applied Statistics**, v.25, n.2, p.193-206, 1998.

TAYLOR, S. E.; BROWN, J. D. Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health. **Psychological bulletin**, v.103, n.2, p.193-210, 1988.

TEIXEIRA, G.; COUTINHO DOS SANTOS, M. J., Do Firms Have Financing Preferences Along Their Life Cycles? Evidence from Iberia. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=676869>, acesso em 11 de agosto de 2015, 2005.

TENENHAUS, M. *et al.* A global goodness-of-fit index for PLS structural equation modelling. In: **Proceedings of the XLII SIS scientific meeting**. CLEUP Padova. Disponível em: <http://old.sis-statistica.org/files/pdf/atti/RSBa2004p739-742.pdf>, acesso em 11 de agosto de 2015, 2004.

THOMPSON, B. **Exploratory and confirmatory factor analysis: Understanding concepts and applications**. New York: American Psychological Association, 2004.

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

TOKUNAGA, H. The use and abuse of consumer credit: Application of psychological theory and research. **Journal of Economic Psychology**, v.14, p.285-316, 1993.

TRENT, W. T., *et al.* Perceptions of Financial Aid Among Students of Color Examining the Role (s) of Self-Concept, Locus of Control, and Expectations. **American Behavioral Scientist**, v.49, n.12, p.1739-1759, 2006.

TREVELYAN, R. Optimism, overconfidence and entrepreneurial activity. **Management Decision**, v. 46, n. 7, p. 986-1001, 2008.

TRINDADE, L. L. **Determinantes da propensão ao endividamento: um estudo nas mulheres da mesorregião centro ocidental rio-grandense**. Dissertação – Mestrado em Administração. Programa de Pós-Graduação em Administração. Universidade Federal de Santa Maria. Santa Maria, 2009.

TROW, W. C. The psychology of confidence. **Archives of psychology**. n. 67, 1923.

TURNER, R.; ROSZELL, P. Personal resources and stress process. In: AVISION, W. R.; GOTLIB, H. I. (Ed.). **Stress and mental health: Contemporary issues and prospects for the future**. New York: Springer, 1994.

UFUK, H.; ÖZGEN, Ö. Interaction between the business and family lives of women entrepreneurs in Turkey. **Journal of Business Ethics**, v.31, n.2, p.95-106, 2001.

ULLAH, F.; TAYLOR, P. Are UK technology-based small firms still finance constrained? **International Entrepreneurship and Management Journal**, v.3, n.2, p.189-203, 2007.

ULLMAN, J. B. Structural Equation Modeling. In: TABACHINICK, B. G. FIDELL. L. S. (Ed.). **Using Multivariate Statistics**. Needham Heights: Allyn & Bacon, 2001

UZZI, B. Embeddedness in the making of financial capital: How social relations and networks benefit firms seeking financing. **American sociological review**, v, 64, n.4, p.481-505. 1999.

VALE, B. The dual role of demand deposits under asymmetric information. **The Scandinavian Journal of Economics**, v. 95, n. 1, p.77-95, 1993.

VALENCE, G., *et al.* Compulsive buying: Concept and measurement. **Journal of Consumer Policy**, v.11, n.4, p.419-433, 1988.

VAN AUKEN, H.; CARTER, R. Acquisition of capital by small business. **Journal of Small Business Management**, v.27, n.2, p.1-9, 1989.

VAN CANEGHEM, T.; VAN CAMPENHOUT, G.. Quantity and quality of information and SME financial structure. **Small Business Economics**, v. 39, n. 2, p. 341-358, 2012.

VAN DE VEN, A. H.; POOLE, M. S. Explaining Development and Change in Organizations. **Academy of Management Review**, 20, 3, 510-540, 1995.

VAN DE VENTER, G. *et al.* A longitudinal study of financial risk tolerance. **Journal of Economic Psychology**, v. 33, n. 4, p. 794-800, 2012.

VAN DE VIJVER, F. J.. LEUNG, K. **Methods and data analysis for cross-cultural research** New York: Sage, 1997.

VASILIOU, D.; DASKALAKIS, N. Behavioral capital structure: Is the neoclassical paradigm threatened? Evidence from the field. **The Journal of Behavioral Finance**, v.10, n.1, p.19-32, 2009.

VERHEUL, I.; THURIK, R. Start-Up Capital: Does Gender Matter? **Small Business Economics**, v.16, n.4, p.329-345, 2001.

VOULGARIS, F., *et al.* Size and determinants of capital structure in the Greek manufacturing sector. **International Review of Applied Economics**, v.18, n.2, p.247-262. 2004.

WAKIDA, N. R. **Capital Structure and Financial Performance: A Case of Selected Medium Sized Entreprises in Kampala**. Dissertação - Mestrado em Contabilidade e Finanças - School of Graduate Studies. Makerere University: Kampala, 2011.

WALKER, C. M., *et al.* **An interview study of the origins of problem debt**. Conference of International Association for Research in Economic Psychology, Frankfurt, August, 1992.

WALLACH, M. A.; KOGAN, N. Aspects of judgment and decision making: Interrelationships and changes with age. **Behavioral Science**, v.6, n.1, p.23-36, 1961.

WANG, C.Y., *et al.* Managerial optimism and post-financing stock performance in Taiwan: A comparison of debt and equity financing. **Economics Letters**, v. 119, n. 3, p. 332-335, 2013.

WARNER, J. B. Bankruptcy Costs: Some Evidence, **The Journal of Finance**, 32, 2, 337-347, 1977.

WATSON, J. Comparing the performance of male-and female-controlled businesses: relating outputs to inputs. **International Small Business Journal**, v.21, n.2, p.244-247, 2002.

WATSON, R.; WILSON, N. Small and medium size enterprise financing: A note on some of the empirical implications of a pecking order. **Journal of Business Finance & Accounting**, v.29, n.3-4, p.557-578, 2002.

WEINER, B. **Achievement motivation and attribution theory**. Morristown, N.J.: General Learning Press, 1974.

WEINSTEIN, N. D. Unrealistic optimism about future life events. **Journal of personality and social psychology**, v.39, n.5, p.806-820, 1980.

WEINSTEIN, N. D.; KLEIN, W. M. Unrealistic optimism: Present and future. **Journal of Social and Clinical Psychology**, v.15, n.1, p.1-8, 1996.

WELSH, J. A.; WHITE, J. F. Converging on characteristics of entrepreneurs. **Frontiers of entrepreneurship research**, p. 504-515, 1981.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Managerial finance**. 3 ed. Fort Worth, Texas: Dryden Press, 1970.

WILLIAMSON, G. F. Individual differences in belief, measured and expressed by degrees of confidence. **The Journal of Philosophy, Psychology and Scientific Methods**, v.12, n.5, p.127-137, 1915.

WINBORG, J.; LANDSTRÖM. H. Financial bootstrapping in small businesses: examining small business managers' resource acquisition behaviors. **Journal of Business Venturing**, v.16, n.3, p.235-254, 2001.

WOLFE, R. N.; GROSCH, J. W. Personality correlates of confidence in ones decisions. **Journal of Personality**, v. 58, p. 515–534, 1990.

WOLFGANG, A. A cross-cultural comparison of locus of control, optimism toward the future and time horizon among Italian, Italo-Canadian and new Canadian youth. In: **Proceedings of the Annual Convention of the American Psychological Association**. American Psychological Association, 1973.

WOOD, J. H. **Commercial Bank Loan and Investment Behavior**. New York: Wiley, 1975.

WRAPSON, W., *et al.* **Social identity and attitudes in problem debt**. Proceedings of the 32nd IAREP Conference. Ljubljana, Slovenia, 2007.

WRIGHT, J. C.; MISCHEL, W. A conditional approach to dispositional constructs: the local predictability of social behavior. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 53, p. 1159–1177, 1987.

XIAO, J., M. J., *et al.* Attitude Toward Risk and Risk-Taking Behavior of Business-Owning Families Affairs. **The Journal of Consumer**, v.35, n.2, p.307-325, 2001.

YANG, C.C. *et al.* Co-determination of capital structure and stock returns—A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 50, n. 2, p. 222-233, 2010.

YOUSUF, S. **Financing small businesses: a comparative study of Pakistani-immigrant businesses and UK-indigenous businesses in the travel trade.** Tese - Doutorado em Administração - School of Management. Cranfield: Cranfield University, 1997.

ZACHARAKIS, A. L.; SHEPHERD, D. A. The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making. **Journal of Business Venturing**, v. 16, n. 4, p. 311-332, 2001.

ZAPALSKA, A. A profile of woman entrepreneurs and enterprises in Poland. **Journal of Small Business Management**, v.35, n.4, p.76-82, 1997.

ZELLWEGER, T. M., *et al.* **A behavioral perspective to financing decisions in family and nonfamily firms.** Family Enterprise Research Conference: Monterrey, 2007.

ZINDEL, M. T. L. **Finanças comportamentais: o viés cognitivo excesso de confiança no julgamento em investidores e sua relação com bases biológicas.** Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Tese - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

ZOPPA, A.; MCMAHON, R. G. P. Pecking order theory and the financial structure manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey. **Small Enterprise Research**, v. 10, n. 2, p. 23-42, 2002.

APÊNDICES

20. Quanto de recursos próprios (excluindo lucros acumulados) você e seu (s) sócio(s) investiu (investiram) no seu negócio desde que ele iniciou?					
Abaixo de R\$ 5.000	[]	Entre R\$ 5.000 e R\$ 15.000	[]	Entre R\$ 15.000 e R\$ 25.000	[]
Entre R\$ 25.000 e R\$ 35.000	[]	Entre R\$ 35.000 e R\$ 45.000	[]	Entre R\$ 45.000 e R\$ 55.000	[]
Entre R\$ 55.000 e R\$ 65.000	[]	Entre R\$ 65.000 e R\$ 75.000	[]	Entre R\$ 75.000 e R\$ 85.000	[]
Entre R\$ 85.000 e R\$ 95.000	[]	Entre R\$ 95.000 e R\$ 105.000	[]	Entre R\$ 105.000 e R\$ 115.000	[]
Entre R\$ 115.000 e R\$ 125.000	[]	Entre R\$ 125.000 e R\$ 135.000	[]	Entre R\$ 135.000 e R\$ 145.000	[]
Entre R\$ 145.000 e R\$ 155.000	[]	Entre R\$ 155.000 e R\$ 165.000	[]	Entre R\$ 165.000 e R\$ 175.000	[]
Entre R\$ 175.000 e R\$ 185.000	[]	Entre R\$ 185.000 e R\$ 195.000	[]	Mais de R\$ 195.000,00	[]

21. Desde o início do seu negócio, que fontes você utilizou para financiar sua empresa? **Assinale o percentual de financiamento total** em cada uma das fontes. Por favor certifique-se que o **valor percentual totalize 100%**. Se necessário **utilize a folha extra disponível ou a ajuda do pesquisador**.

Fonte de recursos	Valor	Percentual	Fonte de recursos	Valor	Percentual
Lucros acumulados	_____	[] %	Economias de outros familiares/amigos	_____	[] %
Empréstimos bancários	_____	[] %	Desconto de cheques/duplicatas	_____	[] %
Governo	_____	[] %	Salários/ pró-labore à pagar	_____	[] %
Outro(s) sócio(s)	_____	[] %	Fornecedores à pagar	_____	[] %
Herança	_____	[] %	Cartão de crédito pessoal	_____	[] %
Economias pessoais	_____	[] %	Cartão de crédito de amigos e familiares	_____	[] %
Economias de seus pais	_____	[] %	Ouros. Por favor especifique:	_____	[] %
Economias da (o) esposa (o)	_____	[] %	Total		100%

Para as questões abaixo, marque o quanto você concorda com as afirmações utilizando a seguinte escala: 1-discordo totalmente, 2-discordo, 3-neutro, 4-concordo e 5-concordo totalmente	1-Discordo	2-Discordo	3-Neutro	4-Concordo	5-Concordo
	Totalmente				Totalmente
22. Diante de dificuldade, acho que tudo vai dar certo.					
23. Para mim é fácil relaxar.					
24. Se alguma coisa pode dar errado comigo, com certeza vai dar errado.					
25. Eu sou sempre otimista com relação ao meu futuro					
26. Eu gosto muito dos meus amigos.					
27. Eu considero importante me manter ocupado.					
28. Em geral, eu não espero que as coisas vão dar certo para mim.					
29. Eu não me incomodo com facilidade					
30. Eu não espero que coisas boas aconteçam comigo.					
31. Em geral, espero que mais coisas boas aconteçam do que as coisas ruins.					
32. Sou responsável por meus próprios sucessos.					
33. Eu posso realizar qualquer coisa que eu realmente definir em minha mente.					
34. Sou responsável por minhas falhas.					
35. Meus insucessos são resultados dos erros que cometi.					
36. Não há nenhum sentido em planejar muito, pois se algo de bom tem de acontecer, acontecerá.					
37. As coisas realmente boas que acontecem comigo são resultado de muita sorte					
38. A maioria das vezes os meus problemas são devidos a acontecimentos ruins.					
39. Eu tenho pouco controle sobre as coisas ruins que acontecem comigo.					
40. Na avaliação de crédito, forneço informações precisas aos bancos.					
41. Na avaliação de crédito, forneço todas as informações necessárias aos bancos					
42. Ao abrir uma conta, apresento as cópias ou originais dos estatutos e de informações fiscais e contábeis da empresa.					
43. Apresento, aos bancos, informações verdadeiras sobre o meu negócio.					

44. Costumo informar, aos bancos, as intenções futuras sobre o meu negócio.					
45. Costumo informar, aos bancos, todos os riscos associados ao meu negócio.					
46. Sempre apresento, aos bancos, informações completas sobre meu o negócio.					
47. Geralmente forneço, aos bancos, um plano de negócios para a proposta de utilização do crédito a ser solicitado.					
48. Sempre apresento, aos bancos, as informações corretas à respeito de como vou usar o empréstimo.					
49. Normalmente forneço informações completas sobre as garantias ao crédito que solicito.					
50. Costumo divulgar, ao banco que estou pedindo empréstimo, informações sobre outros dívidas que tenho com outros bancos.					
51. Forneço informações oportunas, aos bancos, antes mesmo da avaliação de crédito					
52. Forneço informações oportunas, aos bancos, após avaliação de crédito					
53. Forneço informações oportunas, aos bancos, sobre mudanças no meu negócio.					
54. Acho normal as pessoas ficarem endividadas para pagar as coisas.					
55. É importante saber controlar os gastos de minha casa					
56. Eu sei exatamente quanto devo em lojas, cartão de crédito ou banco					
57. É melhor primeiro juntar dinheiro e só depois gastar					
58. Prefiro comprar parcelado do que esperar ter dinheiro para comprar à vista					
59. Prefiro pagar parcelado mesmo que no total seja mais caro					
60. As pessoas ficariam desapontadas comigo se soubessem que tenho dívida					
61. Não é certo gastar mais do que ganho					
62. Não tem problema ter dívida se eu sei que posso pagar					
63. Um dos meus principais objetivos dos meus investimento é obter um alto retorno em longo prazo que irá permitir que meu capital cresça mais rápido que a taxa de inflação.					
64. Eu gostaria de um investimento que me proporcionasse uma oportunidade de adiar, em alguns anos, o pagamento de imposto de renda sobre ganhos de capital.					
65. Eu não faço questão de um alto nível de retorno no curto prazo para os meus investimentos.					
66. Eu toleraria variações bruscas no retorno dos meus investimentos para obter um retorno potencialmente mais alto do que normalmente seria esperado de investimentos mais estáveis.					
67. Eu arriscaria uma perda no retorno de curto prazo por uma possibilidade de uma taxa de retorno mais alta no futuro.					
68. Eu estou financeiramente apto a aceitar um baixo nível de liquidez em meus investimentos.					
69. Em geral, estou satisfeito com a gestão financeira da minha empresa					
70. Tenho adequado conhecimento financeiro para a gestão da minha empresa					
71. Considero adequado o controle financeiro que mantenho para a minha empresa					
72. Sempre separo os recursos da minha empresa dos meus próprios recursos					

73. Qual é o valor dos bens (estoques, máquinas, terrenos, prédios, valores à receber etc...) de sua empresa atualmente?

Abaixo de R\$ 10.000	[]	Entre R\$ 10.000 e R\$ 20.000	[]	Entre R\$ 20.000 e R\$ 30.000	[]
Entre R\$ 30.000 e R\$ 40.000	[]	Entre R\$ 40.000 e R\$ 50.000	[]	Entre R\$ 50.000 e R\$ 60.000	[]
Entre R\$ 60.000 e R\$ 70.000	[]	Entre R\$ 70.000 e R\$ 80.000	[]	Entre R\$ 80.000 e R\$ 90.000	[]
Entre R\$ 90.000 e R\$ 100.000	[]	Entre R\$ 100.000 e R\$ 110.000	[]	Entre R\$ 110.000 e R\$ 120.000	[]
Entre R\$ 120.000 e R\$ 130.000	[]	Entre R\$ 130.000 e R\$ 140.000	[]	Entre R\$ 140.000 e R\$ 150.000	[]
Entre R\$ 150.000 e R\$ 160.000	[]	Entre R\$ 160.000 e R\$ 170.000	[]	Entre R\$ 170.000 e R\$ 180.000	[]
Entre R\$ 180.000 e R\$ 190.000	[]	Entre R\$ 190.000 e R\$ 200.000	[]	Mais de R\$ 200.000. Quanto?	

Apêndice B: Fontes literárias do instrumento de pesquisa

Questão	Fonte	Variável	Descrição
6	Chua <i>et al.</i> (2011)	Ciclo de vida	This variable measured the number of years the business had been in operation based on the start-up date reported by respondents.
7	Chua <i>et al.</i> (2011)	Setor de atuação	Five categorical variables were used to classify the ventures by industry. These were: retail, service, wholesale, manufacturing, and construction. Ventures in other industries (mainly primary industries) were coded as zero.
8	Chua <i>et al.</i> (2011)	Tamanho	We used the log of the number of employees in 2001 (full-time employees+[part-time employees/ 2]) to measure size.
9	Chua <i>et al.</i> (2011)	Empresa familiar	This variable measures the number of family managers in the venture as reported by respondents. Measuring involvement in governance and management by numbers rather than percentages is appropriate owing to the small size of the ventures and the suggestion in previous studies that at least two family managers are necessary for the firm to be considered a family business (e.g., Chang <i>et al.</i> , 2008).
10	Sorenson <i>et al.</i> (2009)	Lucratividade	Has your business earned profits in the past 5 years? Scale used for items was 1 (strongly disagree) through 5 (strongly agree).
11	Sorenson <i>et al.</i> (2009)	Lucratividade	If, on average, your business earned profits the past 5 years, how would you characterize the profits? Scale used for item was 1 (not in the past 5 years), 2 (some of the past 5 years), 3 (most of the past 5 years), and 4 (all of the past 5 years)
12	Sorenson <i>et al.</i> (2009)	Particip. de mercado	How would you characterize your market share in the past 5 years? Scale used for item was 1 (market share has decreased), 2 (market share has stayed the same), 3 (market share has increased somewhat), and 4 (market share has increased significantly).
13	Chua <i>et al.</i> (2011)	Qualidade	Relationship with lenders Respondents were asked to rate the extent to which their banking relationship constituted a competitive advantage or disadvantage on a 5-point Likert scale (5 = strong advantage; 1 = strong disadvantage).
16	Verheul e Thurik (2001)	Tolerância ao risco	The extent to which an entrepreneur is willing to take risks. Observations are ordered according to classes 1 (very weak) to 5 (very strong)
21	Robb e Robinson (2010)	Estrutura de capital	Funding Source: 1. Owner Debt/2. Personal Credit Card -Owner/3. Personal Credit Card-Other Owners/4. Other Personal Owner Loan/5. Other Personal Loan/6. Other Personal Funding/7. Personal Bank Loan/8. Other Individual Loan/9. Insider Equity/10. Spouse Equity/11. Parent Equity/12. Other Informal Investors/13. Insider Debt/14. Personal Family Loan/15. Personal Family Loan-other owners/16. Business Loan from family/17. Business Loan from Owner/18. Business Loan from Employee(s)/19. Business Credit Card-other owners/20. Business Equity/21. Other Business Equity/22. Government Equity/23. Venture Capital Equity/24. Other Equity/25. Business Debt/26. Business Credit Card/27. Other Bank Loan/28. Business Credit Cards/29. Bank Business Loan/30. Credit Line/31. Other Non-Bank Loan/32. Government Business Loan/33. Other Business Loan/34. Other Business Debt
40 à 53	Nalwanga (2010)	Assimetria de Informação	<p>We provide adequate information to the bank for credit assessment</p> <p>We provide all the relevant information to the bank required for credit assessment</p> <p>We avail our original copies of Articles of Association, memorandum of understanding and certificate of incorporation/registration to the bank</p> <p>We present true information about our business to the bank</p> <p>We usually give all our business future intentions to the bank</p> <p>We usually inform the bank about all our business risks</p> <p>We always present complete information about our business to the bank</p> <p>We always represent complete information about our finances to the bank</p> <p>We usually provide the bank with a business plan for the proposed use of credit</p> <p>We always specify the correct information regarding how we are going to use the loan</p> <p>We usually provide complete information about our security (collateral) for credit</p> <p>We usually disclose information about other loans we have with other banks</p> <p>We always provide timely information about ourselves compared to what the bank knows</p> <p>We provide timely information about our business before credit assessment</p> <p>We provide timely information about our business after credit assessment</p> <p>We provide timely information about changes in our business</p>

Apêndice C: Termo de consentimento livre e esclarecido**Termo de Consentimento Livre e Esclarecido**

Universidade Federal de Santa Maria
 Centro de Ciências Sociais e Humanas
 Programa de Pós-Graduação em Administração

Título do projeto: Determinantes da estrutura de capital das micro e pequenas empresas: uma abordagem comportamental

Pesquisadores responsáveis: Prof^ª. Dr^ª Kelmara Mendes Vieira e Everton Anger Cavalheiro

Instituição/Departamento: UFSM – Centro de Ciências Sociais e Humanas

Telefone para contato: (55) 3220-9258

Local da coleta de dados: Rio Grande do Sul

Prezado(a) Senhor(a):

Você está sendo convidado(a) a responder às perguntas deste questionário de forma totalmente voluntária. Antes de concordar em participar desta pesquisa e responder este questionário, é muito importante que você compreenda as informações e instruções contidas neste documento. Os pesquisadores deverão responder todas as suas dúvidas antes que você decida participar. Você tem o direito de desistir de participar da pesquisa a qualquer momento, sem nenhuma penalidade e sem perder os benefícios aos quais tenha direito.

O objetivo do estudo consiste em propor e validar um modelo para avaliação dos determinantes da estrutura de capital das micro e pequenas empresas gaúchas, capaz de integrar os fatores relativos ao relacionamento bancário, ao desempenho da empresa e aos traços de personalidade do empresário. Como benefícios, esta pesquisa trará maior conhecimento sobre o tema abordado, permitindo compreender os principais aspectos que levam as micro e pequenas empresas a possuírem um nível mais elevado de endividamento. Com estas informações, será possível desenvolver ações que possam contribuir para maior sustentabilidade e equilíbrio financeiro de tais organizações.

É importante ressaltar que o preenchimento desse questionário pode causar algum desconforto emocional devido ao cunho pessoal das perguntas. Além disso, as informações fornecidas terão sua privacidade garantida pelos pesquisadores responsáveis. Os sujeitos da pesquisa não serão identificados em nenhum momento, mesmo quando os resultados forem divulgados.

Ciente e de acordo com o que foi anteriormente exposto, eu _____
 _____, concordo em participar desta pesquisa, assinando este consentimento em duas vias, ficando com a posse de uma delas.

_____ (cidade), _____ de _____ de 2014.

Assinatura

Prof^ª. Dr^ª Kelmara Mendes Vieira³

Apêndice D: Termo de confidencialidade, privacidade e segurança dos dados

³ Se você tiver alguma consideração ou dúvida sobre a ética da pesquisa, entre em contato: Comitê de Ética em Pesquisa – UFSM – Cidade Universitária - Bairro Camobi, Av. Roraima, nº1000 - CEP: 97.105.900, Santa Maria – RS. Telefone: (55) 3220-9362 Fax: (55) 3220-8009. Email: comiteeticapesquisa@smail.ufsm.br. Web: www.ufsm.br/cep



Termo de Confidencialidade
 Universidade Federal de Santa Maria
 Centro de Ciências Sociais e Humanas
 Programa de Pós Graduação em Administração

Título do projeto: Determinantes da estrutura de capital das micro e pequenas empresas: uma abordagem comportamental.

Pesquisadores responsáveis: Prof^ª. Dr^ª Kelmara Mendes Vieira e Everton Anger Cavalheiro

Instituição/Departamento: UFSM – Centro de Ciências Sociais e Humanas

Telefone para contato: (55) 3220-9258

Local da coleta de dados: Santa Maria (RS)

Os pesquisadores do presente projeto se comprometem a preservar a privacidade dos respondentes cujos dados serão coletados através de um questionário estruturado aplicado em diferentes cidades do estado do Rio Grande do Sul. Concordam, igualmente, que estas informações serão utilizadas única e exclusivamente para execução do presente projeto. As informações somente poderão ser divulgadas de forma anônima e serão mantidas no Programa de Pós Graduação em Administração (PPGA), situado na Av. Roraima nº. 1000, Prédio 74 C, sala 4212 – Cidade Universitária, UFSM. As informações serão armazenadas por um período de 5 anos sob a responsabilidade da Prof^ª. Dr^ª. Kelmara Mendes Vieira. Após este período, os dados serão destruídos. Este projeto de pesquisa foi revisado e aprovado pelo Comitê de Ética em Pesquisa da UFSM em/...../....., com o número do CAAE

Santa Maria, ____ de _____ de 2014.

Prof^ª Dr^ª Kelmara Mendes Vieira⁴

⁴ Se você tiver alguma consideração ou dúvida sobre a ética da pesquisa, entre em contato: Comitê de Ética em Pesquisa – UFSM - Cidade Universitária - Bairro Camobi, Av. Roraima, nº1000 - CEP: 97.105.900, Santa Maria – RS. Telefone: (55) 3220-9362 – Fax: (55) 3220-8009. Email: comiteeticapesquisa@smail.ufsm.br. Web: www.ufsm.br/cep