



IDENTIFICANDO PREFERÊNCIAS E ATRIBUTOS RELACIONADOS À ESTRUTURA DE CAPITAL EM PEQUENAS EMPRESAS

Fernanda Finotti Cordeiro Perobeli

***TD. Mestrado em Economia Aplicada FEA/UFJF
002/2008***

Juiz de Fora
2008

IDENTIFICANDO PREFERÊNCIAS E ATRIBUTOS RELACIONADOS À ESTRUTURA DE CAPITAL EM PEQUENAS EMPRESAS

Este artigo analisa a estrutura de capital de 99 pequenas empresas. Os objetivos são verificar as características desejadas de um financiamento e a relação entre atributos da empresa e do gestor e os financiamentos de curto e longo prazo atuais e desejado, atingidos a partir das Análises Conjunta e de Correspondência, respectivamente. Na amostra analisada, o custo foi o fator mais importante na escolha do financiamento, seguido de instrumento, condições e garantia. As variáveis “tamanho” (faturamento), “novos investimentos”, “expectativa de retorno” e “fonte intencionada de financiamento” dos novos investimentos revelaram maior correspondência com o financiamento atual de curto prazo. O financiamento atual de longo prazo apresentou correspondência com as variáveis “destino dos novos financiamentos”, “percepção da volatilidade”, “expectativa de crescimento”, “intenção de novos investimentos” e “novos investimentos”. Conclusivamente, evidenciaram-se aspectos da teoria da hierarquia de fontes obrigatória e a adequabilidade de certas teorias de estrutura de capital em pequenas empresas.

Palavras-chaves: pequenas empresas, estrutura de capital, otimismo e excesso de confiança, análise conjunta (*conjoint*) e análise de correspondência.

IDENTIFYING PREFERENCES AND ATTRIBUTES RELATED TO CAPITAL STRUCTURE IN SMALL COMPANIES

This paper analyses 99 small companies' capital structure. Objectives are to verify most desirable features in a liability and the relationship among companies and managers attributes and short-term, long-term and a desirable liability. To achieve such objectives, Conjoint and Correspondence Analysis are used. In the sample, cost seems to be the most important feature when a company chooses a liability, followed by instrument, term and collaterals. Variables “size” (revenues), “new investments”, “return perspective” and “new financing” of new investments were related to short-term actual liabilities. Variables “new liabilities destine”, “volatility”, “growth perspective”, “new investments intention” and “new investments type” were related to long-term actual liabilities. Conclusively, evidences of mandatory pecking order theory and adequacy of some capital structure models to small companies were found.

Key-words: small companies, capital structure decision, optimism and overconfidence biases, conjoint analysis and correspondence analysis.

INTRODUÇÃO

O artigo atual é motivado pelo desejo de compreender o posicionamento das pequenas empresas (geralmente de capital fechado) frente às decisões de estrutura de capital. Os objetivos desta pesquisa estão direcionados à identificação: 1) do padrão de financiamento atual de empresas de capital fechado; 2) do processo de escolha do financiamento por essas empresas e 3) da relação entre os financiamentos atuais e desejados e características das empresas e de seus gestores. Para atingi-los, realizou-se uma pesquisa de campo com 99 gestores de empresas de capital fechado localizadas na cidade de Juiz de Fora (MG).

Para a consecução dos objetivos 2 e 3, optou-se pela utilização das técnicas de Análise Conjunta e de Correspondência. A primeira técnica permite a verificação de utilidades (preferências) dos gestores em relação a certas características de uma modalidade de financiamento. A segunda técnica permite a verificação de relações entre a escolha hipotética (levantada pela Análise Conjunta) e a real (financiamentos de curto e longo prazos atualmente usados pela empresa) e atributos das empresas e de seus gestores. Tais relações podem ser estabelecidas, inclusive em termos não-lineares, tanto para variáveis qualitativas (como atributos do gestor) quanto quantitativas (como faturamento), mesmo na ausência de uma série histórica de dados financeiros, econômicos e patrimoniais das empresas analisadas – um problema comum quando se trabalha com empresas de capital fechado.

A base teórica para a presente pesquisa está no legado de Modigliani e Miller (M&M, 1958, 1963), que estimulou diversas reflexões teóricas e investigações empíricas sobre estrutura de capital ao longo dos últimos cinqüenta anos.

As principais reflexões teóricas, como os modelos de *trade-off* de Jensen e Meckling, 1976; Black and Scholes, 1973; Jensen, 1986; teoria da hierarquia de fontes de Myers e Majluf, 1983; hipótese de sinalização de Ross, 1977; teoria da inércia gerencial de Welch, 2004; do momento de mercado de Baker e Wurgler, 2002; modelos de *trade-off* dinâmicos de Flannery e Rangan, 2006 e Hennessey e Whited, 2005 e a recente abordagem das finanças comportamentais, que relaciona vieses de otimismo e excesso de confiança ao endividamento, de Hackbarth, 2004; Heaton III, 2003 e Baker *et al.*, 2004, e os trabalhos empíricos (no mundo, Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; no Brasil, Leal *et al.*, 2000; Gomes *et al.*, 2000; Perobelli e Famá, 2003; Gianett, 2003; Famá e Da Silva, 2005; Perobelli *et al.*, 2005a e 2005b; BARROS *et al.*, 2006; Rocha, 2007, entre outros) foram pesquisadas tanto para a montagem do questionário que serviu à pesquisa de campo como também para o entendimento das relações encontradas na pesquisa.

Adicionalmente, foram pesquisados estudos realizados em pequenas empresas. Um deles evidenciou uma teoria de hierarquia de fontes modificada ou obrigatória (HOLMES e KENT, 1991) capaz de explicar a estrutura de capital dessas empresas. Tal teoria fundamenta-se em dois pilares: falta de conhecimento por parte dos gestores das formas e vantagens do financiamento e de acesso ao financiamento. Esta teoria foi defendida por Gama (2000), Sogorb-Mira, (2002), Hutchinson (2003).

Outro modelo de estrutura de capital formulado especialmente para pequenas empresas é descrito por Michaelas *et al.* (1998) e fundamenta-se em aspectos cognitivos do gestor e fatores internos e externos à empresa para explicar o processo de decisão de financiamento.

No Brasil, observam-se, ainda que de forma escassa, alguns estudos empíricos sobre a estrutura de capital das pequenas empresas. Dentre eles, o de Smith (2002), Antonioli e Oliveira (2004) e Câmara *et al.* (2006). Nenhum deles, entretanto, fez uso das técnicas de análise empregadas na presente pesquisa nem levantou uma base de dados tão extensa, em diferentes tipos de empresas, com entrevistas em campo.

Smith (2002) analisou 15 empresas residentes em incubadoras de todo o Brasil, através do envio de questionários fechados às empresas e seu objetivo era verificar a utilização de capital de risco por parte dessas empresas. Neste estudo, poucas empresas demonstraram conhecimento quanto às fontes e procedimentos necessários para se financiar via capital de risco. Já Antonioli e Oliveira (2004) coletaram seus dados *in loco*. A amostra foi composta por 69 empresas do setor agroindustrial do sudeste brasileiro e as conclusões indicam que as empresas pesquisadas não utilizam a estrutura de capital para gerar valor. Câmara *et al.* (2006) fizeram uma análise de regressão em 25 empresas do nordeste brasileiro, cujos dados foram obtidos através de uma empresa de contabilidade. Concluíram que o endividamento está relacionado com o tamanho.

Evidenciada sua importância, apresenta-se o presente estudo.

REVISÃO DE CONCEITOS RELACIONADOS À ESTRUTURA DE CAPITAL EM PEQUENAS EMPRESAS

As teorias de estrutura de capital foram elaboradas com vistas às grandes empresas, que têm características próprias e acesso a recursos de diversas fontes. A aplicabilidade dessas teorias à realidade das empresas de menor porte vem sendo questionada. Observam-se novas proposições, como a teoria da estrutura de hierarquia de fontes modificada ou obrigatória (HOLMES e KENT, 1991) e modelos que visam descrever o processo de decisão de estrutura de capital em pequenas empresas (MICHAELAS *et al.*, 1998). Embora essas novas abordagens sejam passíveis de críticas, elas procuram

fornecer contribuições adicionais ao entendimento das decisões de estrutura de capital em pequenas empresas.

A hierarquia de fontes modificada ou obrigatória, desenvolvida por Holmes e Kent (1991) para pequenas empresas, propõe que a pequena empresa se financiará primeiramente com recursos internos (lucro acumulado e fornecedores), posteriormente com dívidas (empréstimos) e, em último caso, com aumento de capital próprio, assim como proposto pela “*pecking order theory*” de Myers e Majluf (1985), reforçada pela hipótese de sinalização de Ross (1977). Entretanto, a fonte preferencial de financiamento em pequenas empresas será determinada pelo contexto (acesso ao crédito) e não pela intenção do gestor de enviar ao mercado sinais quanto à qualidade da empresa.

O modelo descrito por Michaelas *et al.* (1998) prevê três determinantes principais da decisão de estrutura de capital em pequenas empresas: aspectos relacionados ao gestor (necessidade de controle, propensão ao risco, experiência, normas sociais, relacionamento pessoal, crenças e percepções do gestor a respeito das dívidas), contexto externo (principalmente financeiro, econômico, jurídico-legal, político, institucional e cultural) e características da estrutura interna (idade da empresa, tamanho, risco operacional, crescimento, rentabilidade, composição dos ativos, natureza da operação, nível de relacionamento com fornecedores, com credores, com clientes e estilo gerencial, entre outros). No modelo, as dimensões cognitivas do gestor, além de serem formadas pelas características pessoais desses, são também construídas pela forma como o gestor percebe os fatores internos e externos à empresa.

Tais dimensões cognitivas levam os gestores à ação, ou seja, à tomada de decisão de estrutura de capital. Tal também ocorre em grandes empresas, mas, nas pequenas, a racionalidade limitada desses gestores (com autonomia ilimitada na tomada de decisão) tem maior impacto nas decisões de estrutura de capital. O resultado da decisão tomada, por sua vez, irá gerar impactos nas características internas à empresa, de forma positiva ou negativa (tais como comprometimento de fluxo de caixa, dificuldade financeira ou grande crescimento das vendas, da participação no mercado, da qualidade do produto, entre outras). Tais impactos, por sua vez, irão afetar (confirmando ou alterando) a percepção do gestor quanto à decisão tomada. Este, ao ser novamente confrontado com a decisão de financiamento, irá manter ou alterar a estrutura de capital atual previamente escolhida. O resultado dessa ação trará, novamente, consequências para a empresa e afetará as perspectivas dos gestores, os quais terão que tomar novas decisões, gerando ciclos nos quais os gestores de pequenas empresas têm a possibilidade de aprender a tomar decisões de estrutura de capital.

Alguns vieses, entretanto, podem interferir nesse processo de aprendizagem, fazendo com que os gestores das pequenas empresas não tomem decisões melhores a cada ciclo. Esses vieses estão

relacionados à sua racionalidade limitada e à grande influência da racionalidade do gestor numa pequena empresa (pela concentração de poder). A influência desses vieses é fundamentada pelas recentes pesquisas em Finanças Comportamentais. As Finanças Comportamentais (*Behavioral Finance*) são uma vertente de estudos em finanças que busca inserir o conceito de racionalidade limitada do ser humano (SIMON, 1955) nas tomadas de decisões financeiras. Esse conceito vem sendo incorporado ao contexto de finanças nas últimas décadas, em decorrência das anomalias iracionais produzidas pelas crises financeiras, que não conseguiram ser explicadas pelos modelos tradicionais de racionalidade ilimitada do agente. Desde então, diversos estudos vêm sendo realizados acerca dos vieses cognitivos que influenciam a tomada de decisão dos agentes (BAKER *et al.*, 2004 e HACKBARTH, 2004, entre outros). Bastante relevantes para a decisão de financiamento, destacam-se os vieses do otimismo e excesso de confiança. Se os gestores possuírem esses vieses, tenderão a superestimar a capacidade de endividamento da empresa, por acreditarem que seus projetos de investimento são melhores do que realmente são e por subestimarem a probabilidade de ocorrência de dificuldades financeiras (BARROS *et al.* 2006).

METODOLOGIA

Para a consecução dos objetivos propostos por esse trabalho, foi realizada uma pesquisa de campo (*survey*), na qual informações relevantes sobre a estrutura operacional e financeira da empresa, perspectivas, formas de financiamento, estilo de gestão e atributos dos gestores, bem como suas preferências em relação a atributos do financiamento desejado, foram coletadas por meio de entrevistas estruturadas por questionários fechados, aplicados a gestores ou gerentes financeiros de empresas localizadas na cidade de Juiz de Fora (MG).

O questionário estruturado possuía uma questão inicial específica para o experimento relacionado à Análise Conjunta (identificação de utilidades/preferências dos gestores quanto ao financiamento), além de outras 50 questões fechadas. A questão inicial solicitava aos entrevistados que classificassem, por ordem de preferência, modalidades de financiamento hipotéticas (construídas especialmente para o experimento a partir de características reais de modalidades de financiamento disponíveis). As questões de 1 a 50 visavam identificar, nas empresas respondentes, características relacionadas à decisão de financiamento citadas na literatura existente sobre estrutura de capital e nas pesquisas já realizadas para pequenas empresas (como lucratividade, tamanho, tangibilidade dos ativos, volatilidade, perspectivas de crescimento, decisão ser sócio fundador, gestor principal possuir mais de 50% do capital, percepção do gestor em relação ao negócio e à concorrência, acesso ao crédito, etc.), além de informações sobre o financiamento atual de curto e longo prazo utilizado por essas empresas.

O questionário foi elaborado a partir das teorias de estrutura de capital existentes e dos questionários utilizados nos trabalhos de Smith (2002) e Antonioli e Oliveira (2006), para as questões fechadas, e Hair *et al.* (1998) e Coelho (2004) para a elaboração da questão inicial, referente ao experimento conjunto.

A amostra não probabilística (0,35% da população de empresas da cidade), definida por critério de acessibilidade, foi composta por 99 empresas (51 do setor de comércio, 5 da indústria e 42 do setor de serviços) localizadas na cidade de Juiz de Fora (MG).

As técnicas estatísticas empregadas para a definição do processo de escolha e para a identificação da relação entre esse processo e o financiamento atual e certos atributos das empresas e dos gestores, quais sejam Análise Conjunta (*Conjoint Analysis*) e Análise de Correspondência (*Correspondence Analysis*), são descritas a seguir baseando-se, primordialmente, em Hair *et al.* (1998).

A Análise Conjunta ou *Conjoint Analysis* é uma técnica estatística de análise de dependência que permite a avaliação de produtos/serviços complexos, definidos como aqueles que possuem diversos atributos/fatores numéricos e/ou não-numéricos, num contexto de opções fornecidas para escolha dos respondentes. Neste caso, o produto em questão é uma modalidade de financiamento. Esta técnica multivariada é utilizada, especificamente, para entender como os respondentes desenvolvem suas preferências por produtos e serviços através da utilidade, base conceitual para medir valor, que cada indivíduo relaciona aos produtos/serviços apresentados.

O produto ou serviço a ser analisado é descrito por meio de um conjunto de fatores que o caracterizam, sendo que o termo fator descreve um atributo específico (característica do produto/serviço, exemplos: custo, prazo) enquanto que os valores possíveis para cada fator são chamados de níveis (exemplos: nível 1 = custo de R\$ 1,00; nível 2 = custo de R\$ 2,00). A combinação dos fatores e dos níveis que compõem um produto é chamada de estímulo ou tratamento.

Um conjunto de produtos ou serviços hipotéticos é construído combinando os níveis de cada fator. Essas combinações são, então, apresentadas aos respondentes para que eles façam suas escolhas entre o conjunto de produtos apresentados em cartões ou *plancards*. A partir das escolhas gerais dos respondentes, identifica-se a influência de cada fator e do nível sobre o julgamento realizado.

O objetivo desse experimento na presente pesquisa é identificar como fatores relacionados ao endividamento (prazo, carência, custo, garantias e instrumento de captação) e seus níveis selecionados são percebidos, em termos de utilidade, pelos gestores de empresas de capital fechado localizadas em Juiz de Fora. A escolha da técnica se deve ao fato da mesma possibilitar encontrar respostas para as seguintes questões: “em quanto o fator *n* contribui para a contratação de um financiamento por parte de uma empresa?” e “qual nível de prazo/custo/garantia/instrumento de captação é o mais

desejável/preferível por parte de cada gestor?”. Adicionalmente, pela soma das utilidades atribuídas por cada respondente aos fatores e níveis, é possível identificar a modalidade de financiamento hipotética preferida por cada respondente.

Os fatores utilizados para construir os estímulos (cartões) avaliados pelos respondentes (gestores das empresas) foram definidos, principalmente, a partir de sondagens feitas pelo Sebrae (2004 e 2006) e foram reforçados pela aplicação do questionário de pré-teste (30 empresas participaram dessa etapa, além das 99 empresas que responderam o questionário final). No pré-teste, constatou-se que os fatores elencados apresentaram-se como os que mais influenciavam as decisões de financiamento. Quanto aos níveis, estes foram definidos a partir das variações observadas nas modalidades de financiamento mais usuais disponíveis no mercado, pesquisadas em fontes secundárias (sites de bancos) e em entrevistas informais com gerentes de bancos. A Tabela 1 evidencia os fatores e níveis avaliados no experimento.

[TABELA 1]

A metodologia de Análise Conjunta utilizada neste trabalho foi a análise tradicional, a qual proporciona a estimação da utilidade em nível individual e agregado, utilizando a forma de modelo aditivo sem interações e utilidades parciais separadas. Os dados foram coletados pelo método de perfil completo (*full profile*) e ordenação de preferência (*ranking*) em uma escala variando de 1 a 12, sendo o primeiro (posição 1) o mais preferido e o último (posição 12) o menos preferido.

Através do delineamento fatorial fracionário, foram criados 12 estímulos ortogonais que constituíram os cartões apresentados aos entrevistados (em cada cartão, havia uma combinação – ao todo foram 12 – dos fatores e níveis avaliados, escolhida pelo delineamento fatorial fracionário a partir das 81 combinações possíveis: 4 fatores, com 3 níveis cada = $3 \times 3 \times 3 \times 3$ ou 81). Desses 12, 9 foram utilizados na estimação do modelo (cartões/*plancards* 1 a 9) e três estímulos adicionais foram inseridos como estímulos de validação (cartões/*plancards* 10 a 12). Os estímulos de validação foram classificados pelos respondentes juntamente com os demais, mas não foram utilizados para a estimação do modelo. Os parâmetros do modelo conjunto estimado foram utilizados para prever a preferência dos entrevistados para o conjunto de estímulos de validação. Tal previsão foi comparada com as respostas reais de modo a avaliar a confiabilidade do modelo estimado.

A partir da ordenação dada aos cartões, calcularam-se os desvios das ordenações entre os fatores para evidenciar a importância relativa de cada um deles, que indica a relevância do fator no processo de escolha. E também o desvio entre os níveis, a fim de encontrar a utilidade separada de cada

nível, a qual evidencia o valor comparativo de cada um dos níveis apresentados para os indivíduos entrevistados, possibilitando a identificação dos níveis ideais (mais desejados).

Além da Análise Conjunta, o trabalho utilizou a Análise de Correspondência, uma técnica de interdependência utilizada para redução dimensional e mapeamento de relações. Tal mapeamento é baseado na associação entre objetos (neste trabalho, modalidades de financiamento de curto e longo prazo reais e desejadas) e um conjunto de características descritivas (atributos da empresa e dos gestores), obtida a partir da construção de uma tabela de contingência (tabulação cruzada de duas variáveis) e o cálculo do valor qui-quadrado. A técnica provê uma representação multivariada (vários objetos, várias características) de interdependência para dados numéricos e não-numéricos, além de permitir relações não lineares (HAIR *et al.*, 1998).

O objetivo básico da utilização dessa técnica é identificar a associação entre categorias de linhas (atributos das empresas e dos gestores respondentes) e colunas (modalidades de financiamento reais e desejados/hipotéticos).

A Análise de Correspondência exige uma matriz retangular de dados (tabulação cruzada) de entradas não-negativas. A preparação dos dados para a Análise de Correspondência se deu através da construção de três matrizes de valores cruzados, denominadas tabelas de contingência: uma para as modalidades de financiamento de curto prazo mais utilizadas pelas empresas, outra para as de longo prazo e outra para as desejadas/hipotéticas. Os grupos de linhas das tabelas representavam os atributos das empresas e dos gestores respondentes (respostas dadas às questões descritivas das empresas: tamanho, lucratividade, idade média, etc.) e as colunas continham as modalidades de financiamento escolhidos por eles (real ou hipoteticamente).

As entradas individuais em cada matriz (freqüência observada) são formadas pelo número de vezes que um determinado tipo de financiamento (cada coluna) foi considerado pela empresa que possui aquele determinado atributo (cada linha). Assim, freqüências simples são fornecidas para cada modalidade ao longo do conjunto inteiro de atributos.

Assim como a Análise Conjunta, a Análise de Correspondência possui relativa liberdade de pressupostos. O uso de dados numéricos e não-numéricos em sua forma mais simples (dados tabulados cruzados) representa as relações lineares e não-lineares igualmente bem. É necessário, entretanto, garantir a comparabilidade dos objetos avaliados pelos respondentes e a completude dos atributos utilizados. Nesta pesquisa, a comparabilidade é buscada, visto que as questões do questionário são objetivas, ou seja, os respondentes devem identificar, entre as opções existentes, aquela que representa a realidade da sua empresa; a completude também foi buscada, uma vez que grande parte das

características de empresas existentes na literatura de estrutura de capital pesquisada foi considerada para composição das questões do questionário.

RESULTADOS

Conforme já mencionado, os objetivos principais dessa pesquisa são identificar o processo de escolha do financiamento e a relação entre esse processo e a escolha real e determinados atributos das empresas e dos gestores. Para tanto, buscaram-se inicialmente algumas informações descritivas da amostra.

A partir dos questionários aplicados, foi possível identificar que as empresas pesquisadas se financiam utilizando lucros retidos, negociação de prazos com fornecedores de estoques e de equipamentos de produção e, também, contratando empréstimos bancários.

Destaca-se que a maioria das empresas (83%) declara utilizar algum tipo de financiamento bancário, seja ele de curto ou de longo prazo. A maior parte das empresas (44%) declara possuir em sua estrutura de capital até 10% de dívida, em média (entre fornecedores e empréstimos).

Para financiar o curto prazo (capital de giro), a maior parte das empresas (24%) declara não utilizar nenhum tipo de financiamento (nem mesmo próprio) – informação que pode ser confirmada pelo percentual de empresas que declara não necessitar de fundos para financiar o giro (34%). Nessas empresas, o ciclo operacional é menor que o prazo médio de pagamentos operacionais. Por outro lado, caso o pagamento adiado seja a fornecedores, então há indícios de que o gestor não sabe avaliar que o prazo concedido pelo fornecedor é um financiamento operacional. Somente 21% das empresas declaram se financiar via negociação de prazos com fornecedores e 14% declara utilizar lucros acumulados gerados em exercícios anteriores. Há um percentual expressivo (14%) de empresas que utilizam vias não tradicionais para obtenção de financiamento (empréstimos de familiares e amigos, descontos informais de títulos/cheques, cheque especial/cartão de crédito dos sócios, empréstimo bancário em nome do sócio). E apenas 27% declaram usar o sistema bancário: 14% usam linhas bancárias específicas para capital de giro, 4% usam contas garantidas e 9% descontam títulos em *factorings* ou bancos.

Para os financiamentos de curto prazo, as condições mais comuns são prazos para pagamento entre 2 e 6 meses (41%) e menores que 30 dias (29%). O custo médio desses financiamentos concentra-se entre 1 e 5% ao mês (42%), mas boa parte declara utilizar financiamentos com custo menor que 1% ao mês (32%). O principal fator determinante na escolha dos financiamentos de curto prazo atuais, apontado por 36,5% das empresas, é a facilidade de obtenção do financiamento. Outros 11,5% declararam que não houve escolha, já que o escolhido era o único instrumento disponível. Parcerias

bancárias e recomendações de gerentes de bancos foram razões apontados por 18% dos entrevistados para levantar o financiamento. E, por fim, apenas 34% das empresas citaram como fatores determinantes o custo, as garantias e o prazo de pagamento dos financiamentos de curto prazo escolhidos. Ou seja, a maior parte dos gestores de empresas parece ter pouco poder de decisão ou possibilidade de análise na escolha dos financiamentos de curto prazo.

Quanto aos financiamentos de longo prazo, existe uma grande concentração de lucros acumulados (24%) – além desses, há 3% de novos aportes de capital pelos sócios – empréstimos governamentais (19%) e empréstimos de fornecedores de equipamentos (14%). Os empréstimos bancários são usados por 12% das empresas e as vias não tradicionais são menos freqüentes que no curto prazo (empréstimos bancários e de familiares aos sócios foram citados por 9% dos entrevistados).

O prazo de pagamento dos financiamentos de longo prazo é, em sua maioria (83%), de até 3 anos e o custo é de até 3% ao mês para 84% das empresas. Nota-se que boa parte dos empresários (34%) utiliza financiamentos de longo prazo com juros de até 1% ao mês.

Já neste tipo de financiamento, o fator determinante apontado para a escolha foi o sistema de taxas (custo) e garantias. Uma escolha mais racional.

Para alguns gestores, as decisões de financiamento tomadas são revistas apenas quando surge um novo projeto de investimento (24%) ou nunca são revistas (21%). Mas a grande maioria (54%) declarou reavaliar as decisões de financiamento periodicamente.

A maioria dos gestores revelou que o principal fator limitante do financiamento (respostas múltiplas) é o sistema de garantias e as taxas cobradas pelos financiadores (44%) e 20% apontou a exigência de muitos documentos/comprovações na contratação de empréstimos como limitante. Para 20% parece não haver fatores limitadores. Mas o número mais expressivo refere-se aos gestores que não desejam utilizar dívida (28%) ou declararam que a empresa não precisa delas (19). Ou seja, para 47% dos respondentes, dívida é algo indesejável numa empresa (tal análise é feita a priori, ou seja, desconsiderando completamente potenciais efeitos da alavancagem financeira sobre a rentabilidade e o grau de risco dos sócios).

É importante destacar que todas estas afirmativas referem-se a percepções dos gestores, visto que os mesmos responderam ao questionário sem lançar mão de demonstrações contábeis para fundamentar suas respostas.

A maior parte das empresas pesquisadas (70%) pretende fazer novos investimentos de longo prazo no próximo ano. A fonte de financiamento intencionada para esses investimentos é, em ordem de concentração, lucros acumulados (34%), empréstimos (34%) e fornecedores (30,5%). Ou seja, a

contratação de novos financiamentos não deverá afetar sobremaneira a estrutura de capital atualmente escolhida.

Após essa breve análise descritiva, passa-se agora à análise dos resultados da Análise Conjunta, que buscou identificar o processo de escolha das fontes de financiamento, evidenciando quais atributos de uma modalidade de financiamento a empresa considera importantes ao tomar sua decisão.

A análise gerou resultados individuais e agregados. Individualmente, foi possível indicar o quanto cada fator é proporcionalmente importante para o gestor ao considerar sua decisão de financiamento, revelando que os fatores influenciam os gestores de forma bem diversificada. Em geral, o fator custo foi o mais importante, seguido do instrumento de captação, das condições e, por último, da garantia. Como é impossível apresentar os resultados dos 99 respondentes neste texto, a Tabela 2 abaixo evidencia os resultados para as empresas 1 e 2 e para a amostra agregada (média das utilidades individuais). Em negrito, encontram-se os fatores mais relevantes para cada um deles (os de maior valor percebido).

[TABELA 2]

Pode ser que outros fatores, objetivos e subjetivos, também sejam importantes para esta decisão. Porém, a análise conjunta só é capaz de comparar os fatores e níveis pré-definidos no momento do planejamento do procedimento conjunto. Fatores objetivos, como documentação exigida, estilo de contrato, entre outros, e subjetivos, como o relacionamento com o gerente do banco, gostar ou não de empréstimos, entre outros, não puderam ser avaliados neste experimento.

A constatação de que o fator custo é o mais importante para a decisão é aceitável e comum em procedimentos conjuntos que incluem a variável “preço”, visto que os indivíduos em geral são extremamente avessos à perda (KAHNEMAN e TVERSKY, 1979). O fator custo é o que remete aos gestores a possibilidade de perda. Neste sentido, pode-se inferir que o gestor se preocupa mais com o custo da dívida pelo fato de que dívidas com custo inadequado certamente levarão ao descontrole de fluxos da empresa e acarretarão situações de dificuldade financeira, ou até mesmo falência. Tal análise é reservada apenas àqueles gestores que puderam decidir, sem que o financiamento fosse o único possível ou o que oferecesse maior acessibilidade. O efeito dessa sensação no indivíduo parece ser desproporcionalmente maior do que a probabilidade desse custo ser recompensado com benefícios futuros que possam ser gerados a partir da utilização do recurso.

Apesar da grande importância do fator custo, foi possível constatar que outros fatores, como instrumento de captação e condições de pagamento, também são consideravelmente importantes para a

decisão de financiamento. Já a constatação de que a forma de garantia não é um fator muito importante para esta decisão enseja maior aprofundamento da questão.

A análise conjunta possibilitou, ainda, a criação de financiamentos com *mix* de características idealizados pelos gestores. De forma agregada, os gestores preferem empréstimos obtidos via fontes governamentais, com prazo de pagamento médio (até 18 meses) e carência de 3 meses, com o custo mais baixo entre os propostos (TJLP + 5% ao ano) e contratados contra garantias reais, conforme Tabela 3.

[TABELA 3]

De forma individual, observou-se que os gestores possuem preferências muito diversificadas, às vezes até conflitantes, quanto aos vários níveis de atributos apresentados.

Com a Análise de Correspondência, foi possível evidenciar relações entre características das empresas e dos gestores e as fontes de financiamento de curto e longo prazo mais utilizadas atualmente e desejada. O financiamento de curto prazo revelou correspondência com as variáveis:

- ✓ tamanho (mensurada pelo faturamento): empresas que faturam até R\$ 1 milhão/ano são as que atualmente usam lucros acumulados para se financiar no curto prazo; as que faturam mais de R\$ 1 milhão são as que já usam empréstimos para financiamento do curto prazo;
- ✓ expectativa de novos investimentos (indica quais tipos de investimentos futuros a empresa pretende realizar): as que pretendem apenas adquirir estoques são as que usam atualmente lucros acumulados para se financiar no curto prazo; as que pretendem fazer investimentos de longo prazo são as que já utilizam empréstimos;
- ✓ expectativa de retorno dos novos investimentos: as que têm perspectiva de retorno de 15% ao ano são as que usam atualmente lucros acumulados; as que esperam mais que 15% são as que já usam empréstimos no curto prazo;
- ✓ fonte intencionada de financiamento para os novos investimentos (maior correspondência): essa última relação indica que a empresa não pretende mudar a escolha atual de curto prazo quando necessitar de novo financiamento, ou seja, usará o que já vem utilizando.

Já os financiamentos de longo prazo apresentaram correspondência com as variáveis:

- ✓ destino de novos financiamentos: empresas que pretendem tomar novos financiamentos

- para financiar o giro são empresas que atualmente utilizam empréstimos bancários de longo prazo; empresas que pretendem fazer investimentos de longo prazo são as que atualmente utilizam empréstimos de longo prazo bancários e de fornecedores e empresas que não pretendem tomar novos financiamentos são as que utilizam lucros retidos para financiar o longo prazo;
- ✓ percepção da volatilidade: empresas que esperam uma volatilidade em seus resultados de até 10% são as que atualmente utilizam lucros retidos para financiamento do longo prazo; empresas que esperam maior volatilidade são as que já utilizam financiamento de longo prazo de fornecedores;
 - ✓ expectativa de crescimento: empresas que não esperam crescimento são as que utilizam atualmente lucros retidos para financiamento do longo prazo; empresas que esperam crescimento (inclusive superior a 10%) são as que já utilizam empréstimos para financiamento do longo prazo;
 - ✓ de forma similar ao curto prazo, expectativa de novos investimentos e novos investimentos: as que não pretendem investir no longo prazo são as que já usam apenas lucros retidos; as que pretendem investir em estoques são as que já usam financiamento de fornecedores e as que pretendem fazer novos investimentos são as que já usam empréstimos de fornecedores e bancários.

A Tabela 4 apresenta os valores qui-quadrados obtidos nos cruzamentos e suas respectivas significâncias estatísticas

[TABELA 4]

Sumariamente, pode-se afirmar que as menores empresas (baixo faturamento, investimentos apenas na manutenção de estoques, baixa expectativa de retorno dos investimentos, que utilizam majoritariamente lucros retidos como fonte de financiamento e que não pretendem tomar financiamento) tendem a permanecer pequenas (ou crescendo apenas marginalmente em termos nominais), pois utilizam (e deverão continuar utilizando) uma fonte restrita de financiamento (os lucros, que tendem a ser também pequenos) gerados pela reduzida atividade operacional.

De forma esperada, essas são também as empresas que esperam menor volatilidade (menor risco) em suas atividades, o que tende a ser recompensado com menor retorno. Corretamente, essas empresas avaliam também que não devem esperar crescimento de sua atividade.

Já os gestores que utilizam empréstimos são mais otimistas em relação ao crescimento. A técnica empregada não permite avaliar se é o acesso ao crédito que promove tal otimismo ou se é o otimismo do gestor (viés) que faz com que ele seja mais propenso ao endividamento (subestima a probabilidade da empresa enfrentar dificuldades financeiras).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados reunidos neste trabalho podem constituir evidência da outra forma da hierarquia de fontes aplicada às pequenas empresas: a hierarquia de fontes modificada ou obrigatória (HOLMES e KENT, 1991). Assim como na tradicional “*pecking order theory*” proposta por Myers e Majuf (1983), a empresa seguirá uma ordem de financiamento que seja mais interessante a ela, utilizando primeiro lucros gerados internamente, segundo dívidas e, por último, recorrerá a aumento de capital.

Entretanto, deve ser enfatizado que, no mercado brasileiro, empresas pequenas têm pouco ou nenhum acesso ao mercado de capitais, a ação de gestores de risco e investidores *angels* encontra-se em fase inicial, além de haver desconhecimento por parte dos gestores quanto a estas formas alternativas de financiamento.

Estas assertivas desqualificam o financiamento via aumento relevante de capital como uma alternativa a ser considerada pelos micro e pequenos empresários. Sendo assim, o fato de utilizarem-na em menor proporção não pode ser creditado à hipótese de sinalização de Ross (1977). A primeira parte da teoria de hierarquia de fontes, por outro lado, pode ser corroborada. A soma da intenção de utilizar lucros acumulados com financiamento de fornecedores representa recursos gerados internamente à empresa (visto que lucros acumulados referem-se a fluxos de caixa gerados em períodos anteriores e financiamento via fornecedores implica em folga de caixa gerada pela operação). Nesta concepção, os micro e pequenos empresários preferem financiar o negócio com fundos gerados internamente, recorrendo a dívidas bancárias somente quando os fluxos internos não são suficientes para cobrir a necessidade de financiamento da empresa.

Muitos dos gestores que responderam utilizar somente lucros acumulados não souberam mensurar o custo deste recurso, revelando desconhecimento do custo de capital da empresa e do custo de oportunidade do capital próprio. Esta constatação corrobora a proposição de Holmes e Kent (1991), de que as empresas pequenas possuem uma lacuna financeira dada por dois componentes: falta de oferta de financiamento e desconhecimento por parte dos demandantes dos benefícios de cada fonte de financiamento, ressaltando a possibilidade dessa ser a justificativa da hierarquia de fontes modificada.

Dessa forma, tem-se um ciclo vicioso que amarra as pequenas empresas permanentemente na condição de pequenas: os micros e pequenos empresários não conseguem acessar fontes alternativas de

recursos porque desconhecem, além de sua própria estrutura financeira, as vantagens das alternativas existentes sustentáveis de financiamento disponibilizadas pelos agentes financeiros, que, por sua vez, restringem o crédito a estas empresas ou impõem a elas um custo mais alto devido à grande assimetria de informações e ao elevado risco operacional do negócio.

À luz das teorias de *trade-off*, sob a abordagem dos custos de falência, o custo da dívida para essas empresas é muito elevado e os benefícios fiscais do endividamento praticamente inexistem (são empresas geralmente optantes pelo Sistema Simples ou Lucro Presumido). De acordo com Jensen e Meckling (1976), as dívidas tenderiam a constituir opções inadequadas para as mesmas. Sob a abordagem dos custos de agência do capital próprio, na maior parte das empresas pesquisadas, o principal é também o agente, reduzindo o conflito de agência do capital próprio. Entretanto, as mesmas empresas não realizam procedimentos de auditoria externa, nem disponibilizam (ou mantêm atualizadas) suas demonstrações contábeis, sugerindo elevadíssimos conflitos de agência com os credores, tanto financiadores de capital quanto de bens. Neste caso, o *trade-off* entre os custos de agência da dívida resultaria em menor utilização de dívidas por essas empresas. Tal recurso é mais caro visto que os credores desconhecem a real situação da empresa; portanto, se expõem a um maior risco de expropriação de sua riqueza (BLACK e SCHOLES, 1973) ao emprestar para elas. Além do fato de o principal não ter interesse em usufruir do efeito disciplinador da dívida.

Pelo cruzamento dos financiamentos de curto e longo prazos atualmente mais utilizados com as fontes pretendidas para novos investimentos, evidenciou-se que a maior parte dos gestores deseja manter nos investimentos futuros a mesma fonte de recursos que mais utilizam atualmente. Tal assertiva corrobora a proposta de Welch (2004) quanto à inércia gerencial, cuja idéia central sugere que as empresas não fazem ajustes freqüentes em busca de uma estrutura de capital ótima, uma vez que os gestores pesquisados não pretendem reavaliar suas decisões prévias.

Pelo mesmo raciocínio, a teoria do momento de mercado (BAKER e WURGLER, 2002) não parece explicar a decisão de estrutura de capital das pequenas empresas. De acordo com os autores, a estrutura de capital é resultante do acúmulo de tentativas da empresa em acertar o momento do mercado na contratação de financiamento, indicando que a captação de recursos nos mercados financeiros (dívidas ou ações) ocorrerá quando estes se apresentarem mais favoráveis. Para os gestores pesquisados, entretanto, a decisão já foi tomada mesmo antes de se conhecer o momento do mercado e os custos e benefícios de cada fonte.

Desta feita, já sob o olhar dos modelos de *trade-off* dinâmicos, é possível visualizar que a estrutura ótima de capital (caso tivesse sido previamente perseguida e alcançada) parece não variar ao longo do tempo, ou seja, ao contrário da pressuposição dessa abordagem, ela é constante. Entretanto, é

difícil acreditar que os gestores estejam mantendo uma estrutura de capital ótima previamente buscada, visto que os gestores desconhecem o custo do capital próprio ou o custo futuro de cada fonte, sendo impossível para eles estabelecer uma função matemática e calcular exatamente a combinação entre os recursos que minimize o custo ponderado do capital.

Para finalizar, a possibilidade de existência de vieses cognitivos nos indivíduos sugere modificações em quase todas as teorias de estrutura de capital, especialmente ao se tratar de pequenas empresas, nas quais gestores racionalmente limitados têm autonomia ilimitada.

É possível afirmar que as evidências obtidas corroboram as idéias estruturais do modelo proposto por Michaelas *et al* (2006) para a decisão de estrutura de capital em pequenas empresas, visto que correspondências foram encontradas entre os tipos de financiamentos e características específicas da empresa e características e percepções dos gestores. Complementarmente, muitos gestores consideram que os fatores que mais limitam o crescimento de suas empresas referem-se a fatores de mercado. Portanto, não se pode descartar a importância desses fatores na determinação da estrutura de capital.

Feitas as observações consideradas adequadas, ressalta-se que as limitações da pesquisa relacionam-se aos vieses inerentes à coleta de dados primários, à completude dos fatores e níveis da Análise Conjunta, às variáveis selecionadas e frequência esperada mínima dos cruzamentos da Análise de Correspondência, para o que novos estudos devem ser desenvolvidos, lançando mais luz sobre o tema.

REFERÊNCIAS

ANTONIALLI e OLIVEIRA. Uso da estrutura de capital em empresas agroindustriais. **Organizações Rurais e Agroindustriais**. Vol. 6, nº 2, 2004

BAKER, M. e WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **Journal of Finance**, v.57, n.1, p.1-30, February 2002.

BAKER, M; RUBACK, R.S.; WURGLER, J. Behavioral Corporate Finance: a survey. **NBER Working Paper** n. 10863, October 2004. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10863>>. Acesso em: 01/02/2007.

BARROS, L.A.B.C.; SILVEIRA, A.M e SILVEIRA, H.P. **Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e Os Determinantes da Estrutura de Capital.** In: Anais do VI Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças (SBFIN), Vitória/ES, 2006.

BLACK, F.; SCHOLES, M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. **Journal of Political Economy**, v.81, n.3, p.637-654, May/June 1973.

CÂMARA, Samuel F; NOBRE, Liana H.N; GUIMARÃES, Francisco R. f. Jr. **Os nível de endividamento das pequenas e médias empresas brasileiras são determinados por sua estrutura de capital?** XXVI ENEGEP - Fortaleza, CE, Brasil, outubro de 2006.

COELHO, Rubens B.. O processo de busca de informações na escolha de profissionais na área da saúde pelo consumidor. Dissertação de mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, Brasil, 2004.

FAMÁ, R.; DA SILVA, E.S. **Desempenho Acionário e a Estrutura de Capital das Companhias Abertas Brasileiras Não-Financeiras.** In: Anais do X Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças (SBFIN), São Paulo, 2005.

FLANNERY, M.J. e RANGAN, K.P. Partial Adjustment Toward Target Capital Structures. **Journal of Financial Economics**, v. 79, n.3, p.469-506, March 2006.

GOMES, Gabriel Lourenço; LEAL, Ricardo P. C. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. *In: LEAL, Ricardo P. C. et al. (Org.). Finanças corporativas.* São Paulo: Atlas, 2000.

GIANETT, Mariassunta. Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate choices. *Journal Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 38, nº1, 2003.

HACKBARTH, Dirk. Managerial traits and capital structure decisions. **Working Paper**, sep. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=362740>>. Acesso em: 05/02/2007.

HAIR, Jr., J. **Multivariate data analysis.** Ed. 5th, NJ: Prentice Hall, 1998.

HARRIS, M. RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **Journal of Finance**, v.46, n.1, p.297-355, March 1991.

HEATON III, James Breckinridge. Managerial optimism and corporate finance. **Financial Management**, v. 31, n. 2, p. 33-45, Summer 2002.

HENESSEY, C.A.; WHITED, T.M. Debt Dynamics. **Journal of Finance**, v.60, n.3, p.1129-1165, June 2005.

HOLMES, S. & KENT, P. An Empirical Analyses of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises. **The Journal of Small Business Finance**. Vol. 1, n. 2, p. 141-154, 1991.

HUTCHINSON, P. How much does growth determine SMEs' capital structure? In: **16º Annual Conference of Small Enterprise Association of Australia and New Zealand**. Ballarat, 2003.

JENSEN, M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n.2, p.323-329, May 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, October 1976.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-291, 1979.

MICHAELAS, Nicos; CHITTENDEN, Francis; POUTZIOURIS, Panikos. A model of capital structure decision making in small firms. **Journal of Small Bussines and Enterprises Development**. Vol. 5, n° 6. June, 1989.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p.433-443, June 1963.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, June 1958.

MYERS, S. MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, v.13, n.2, p.187-221, June 1984.

PEROBELLI, F., FAMÁ, R. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v.7, n.1, p.9-35, Jan./Mar. 2003.

PEROBELLI, F.F.C., SILVEIRA, A.M. e BARROS, L.A.B.C. **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital: Novas Evidências no Brasil**. In: Anais do V Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças (SBFIN), São Paulo, 2005a.

PEROBELLI, F.F.C., SILVEIRA, A.M., BARROS, L.A.B.C. e ROCHA, F.D. **Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: Um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade**. In: Anais do XXIX Encontro Nacional da ANPAD (ENANPAD), Brasília/DF, 2005b.

RAJAN, R. e ZINGALES, L. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. **Journal of Finance**, v.50, n.5, p.1421-1460, December 1995.

ROCHA, F. **A Estrutura de Financiamento das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: uma Avaliação Empírica de Novas Proposições Teóricas**. Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, Brasil, 2007.

ROSS, S. The Determination of Financial Structure. The Incentive-Signalling **Approach**. **Bell Journal of Economics**, v.8, n.1, p.23-40, Spring 1977.

SEBRAE. O financiamento das MPEs no estado de São Paulo. **Sondagem de opinião**. Sebrae-São Paulo. São Paulo, abril de 2004.

SEBRAE. O financiamento das MPEs no estado de São Paulo. **Sondagem de opinião**. Sebrae-São Paulo. São Paulo, abril de 2006.

SERRASQUEIRO, Z. M. S. & DUARTE, J. E. S. Bond issues by small and medium-sized enterprises: a survey about portuguese firms. In: **International Council for Small Business**. Puerto Rico, 2002.

SIMON, H. A behavioral model of rational choice. **Quartely Journal of Economics**, n. 69, 1955.

SMITTH, Dalton Jr. **Financiamento das pequenas e médias empresas: Aspectos do processo de decisão empresarial e o instrumento de capital de risco**. Dissertação de mestrado. Universidade Federal do Rio Grande dos Sul, Porto Alegre, Brasil, 2002.

SOGORB-MIRA, F. **On capital structure in the small and medium size enterprises: the Spanish case**. Madrid: Fundación Universitaria San Pablo, 2002.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **Journal of Finance**, v.48, n.3, p.1-19, June 1988.

WELCH, I. Capital Structure and Stock Returns. **Journal of Political Economy**, v.112, n.1, p.106-131, February 2004.

ILUSTRAÇÕES

Tabela 1: Fatores e Níveis Avaliados

Fator	Nível 1	Nível 2	Nível 3
1. Instrumento de captação	Empréstimos governamentais (BNDES, BB, Caixa) à empresa	Empréstimos privados à empresa	Empréstimos aos sócios para repasse à empresa
2. Condições de Pagamento	Prazo de 48 meses com 12 meses de carência	Prazo de 18 meses com 3 meses de carência	Prazo de até 3 meses, sem carência
3. Custo	TJLP + 5% ao ano	TR + 2% ao mês	3,15 % ao mês
4. Garantia	Real (Alienação de bens e/ou recebíveis)	Pessoais e Fidejussórias (Aval e/ou Fiança dos Sócios ou de Terceiros)	Flutuante (Bens não são pré-definidos no momento da contratação)

Fonte: Elaboração própria

Tabela 2: Importância Relativa dos Fatores – Empresas 1, 2 e Amostra Agregada

Indivíduos	Importância Relativa dos Fatores			
	Instrumento	Condições	Custo	Garantia
1	12,82	7,69	69,23	10,26
2	39,53	9,3	30,23	20,93
Agregado	25,15	23,68	33,92	17,25

Fonte: Elaboração própria

Tabela 3: Utilidade Parcial Estimada dos Níveis – Empresas 1, 2 e Amostra Agregada

Indivíduos	Utilidade Parcial Estimada											
	Instrumento			Condições			Custo			Garantia		
	Gov.	Priv.	Sócios	48 m.	18 m.	3 m.	3,5%	TR	TJLP	Real	Pessoal	Flut.
1	0,89	-0,78	-0,11	-0,44	-0,11	0,56	-4,11	-0,78	4,89	0,56	0,22	0,78
2	1,67	2,00	-3,67	0,67	0,00	-0,67	-2,33	0,33	2,00	2,00	-1,00	-1,00
Agreg	0,41	-0,16	-0,25	0,19	0,30	-0,49	-1,30	-0,07	1,37	0,47	-0,11	-0,36

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4: Valores Qui-quadrados Significativos: Correspondência Financiamentos x Atributos das Empresas

Financiamento de Curto Prazo		
Variável	Qui-quadrado	P-valor
Tamanho - Faturamento	7,007	0,030
Novos Investimentos	5,73	0,037
Expectativa de Retorno	6,57	0,037
Fonte de Financiamento de Novos Investimentos	12,361	0,020
Financiamentos de Longo Prazo		
Destino do Financiamento	12,423	0,000
Percepção da Volatilidade	10,204	0,006
Expectativa de Crescimento	5,37	0,068
Intenção de Novos Investimentos	7,316	0,026
Novos Investimentos	9,863	0,043

Fonte: Elaboração própria a partir dos outputs do SPSS.