

# **DECISÕES DE FINANCIAMENTO EM PEQUENAS EMPRESAS**

Fernanda Finotti C. Perobelli

***TD. 008/2009***  
***Programa de Pos-Graduação em Economia***  
***Aplicada - FE/UFJF***

Juiz de Fora

2009

# DECISÕES DE ESTRUTURA DE CAPITAL EM PEQUENAS EMPRESAS

## RESUMO

O presente artigo tem como objetivo analisar e identificar a estrutura de capital das pequenas e médias empresas de duas cidades da Zona da Mata do Estado de Minas Gerais e apontar relações entre as principais fontes de financiamento utilizadas pelas mesmas e atributos que tracem seus perfis no mercado. Foram realizadas 296 pesquisas de campo não probabilísticas, distribuídas em 197 empresas do município de Juiz de Fora (MG) e 99 do município de Viçosa (MG). A técnica estatística utilizada para análise dos dados foi a de Análise de Correspondência, que é uma técnica de interdependência que facilita tanto a redução dimensional da classificação de objetos em um conjunto de atributos quanto o mapeamento perceptual de objetos relativo a esses atributos (HAIR *et al.*, 1998). Como base teórica da pesquisa utilizou-se os estudos desenvolvidos a partir do legado de Modigliani e Miller (1958, 1963). Os resultados obtidos corroboram a teoria da inércia gerencial de Welch (2004), mostrando que as pequenas e médias empresas tendem a não modificar sua decisão de financiamento ao longo do tempo. No entanto, a partir da amostra analisada obtiveram-se resultados que confrontam a teoria da Hierarquia de Fontes Modificadas ou Obrigatórias (HOLMES E KENT, 1991), mostrando uma tendência à utilização de empréstimos em detrimento das fontes internas.

## INTRODUÇÃO

O presente artigo é motivado pelo interesse em se investigar a estrutura de capital de micro, pequenas e médias empresas, buscando evidenciar as principais linhas de financiamento adotadas por tais organizações, sejam elas de curto ou longo prazo. O objetivo é traçar um diagnóstico da decisão do gestor quanto ao processo de escolha, analisando se há relações entre determinados atributos das empresas com as fontes de financiamento utilizadas, além dos principais entraves e dificuldades encontradas pelos gestores na busca de financiamento. Em paralelo, as teorias e proposições de estrutura de capital vigentes serão confrontadas com os resultados da pesquisa, avaliando assim a aplicabilidade das mesmas no contexto de pequenas organizações e a existência de uma estrutura ideal para esse grupo.

Para a realização dos objetivos acima, realizou-se uma pesquisa de campo nas cidades de Juiz de Fora (MG) e Viçosa (MG), onde se aplicou um total de 296 questionários em empresas de capital fechado. A técnica estatística de Análise de Correspondência auxiliou na elaboração de mapas percentuais, capazes de evidenciar relações entre as fontes de financiamento de curto e longo prazo com as características das organizações e/ou gestores. O procedimento consiste em analisar a frequência esperada e observada entre o cruzamento de linhas e colunas, ou seja, a partir de uma matriz de dados. A escolha dessa ferramenta perpassa pelo seu rigor estatístico e flexibilidade de utilização, podendo ser aplicada inclusive em variáveis não numéricas e em pequenas amostras.

Para a confecção dos questionários e dos procedimentos de entrevistas, diversas reflexões e investigações empíricas foram estudadas, servindo de referencial teórico para a pesquisa, bem como de instrumento de comparabilidade de resultados. A base teórica para a pesquisa se inicia no legado de Modigliani e Miller (1958, 1963), que estimulou diversas investigações posteriores, como os modelos de *trade-off* de Jensen e Meckling (1976); Black e 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), além de diversos trabalhos empíricos como Titman e Wessels (1988); Harris e Raviv (1991); Rajan e Zingales (1995) e, 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.

Geralmente as pesquisas sobre estrutura de capital são aplicadas em grandes organizações, evento este justificado pelo maior acesso aos demonstrativos contábeis, expectativas de investimento e informações estratégicas dessas empresas (ROCHA, 2007; PEROBELLI e FAMA, 2002; GOMES e LEAL, 2000; TITMAN e WESSELS, 1988; entre outros). Tal fato tem estimulado alguns autores a direcionar esforços para o comportamento de pequenas empresas (HOLMES e KENT, 1991; GAMA, 2000; SOGORB-MIRA, 2002; HUTCHINSON, 2003; MICHAELAS *et al.*, 1998 e, no Brasil, SMITTH, 2002; ANTONIALLI e OLIVEIRA, 2004; CÂMARA *et al.*, 2006; BURKOWSKI *et al.*, 2008) contribuindo assim com maiores informações a respeito desse grupo repleto de especificidades.

Holmes e Kent (1991), por exemplo, evidenciaram uma teoria que se propõe a explicar a estrutura de capital de pequenas empresas, a Hierarquia de Fontes Modificada ou Obrigatória. Tal teoria afirma que as decisões de financiamento das micro e pequenas empresas seguem a mesma ordem de prioridade da *Pecking Order Theory* (1985): financiamento interno, dívidas de baixo custo e, em último caso, aporte de capital. Entretanto, nesta abordagem, considera-se que a hierarquia seja fruto da própria necessidade conjuntural, que se fundamenta em dois pilares, a falta de conhecimento por parte dos gestores quanto às linhas de financiamento e os seus benefícios e a falta de acesso às fontes de financiamento. Esta teoria foi defendida por Gama (2000), Sogorb-Mira, (2002), Hutchinson (2003).

Michaelas *et al.* (1998), por seu turno, concluíram que as decisões de financiamento perpassam por fatores internos e externos e inserem neste contexto a idéia de racionalidade limitada e a autonomia ilimitada, capazes de auxiliar na identificação das linhas de financiamento utilizadas pelas pequenas empresas.

Smith (2005) estudou 15 empresas residentes em incubadoras de todo o Brasil e concluiu que poucas empresas apresentavam conhecimento quanto às fontes e procedimentos de financiamento via capital de risco. Antonialli e Oliveira (2004), em pesquisa composta por 69 empresas, apontaram que as organizações analisadas não utilizam a estrutura de capital como forma de agregar valor às mesmas.

Câmara *et al.* (2006) pesquisaram 25 empresas do estado do Ceará e identificaram que as variáveis porte da empresa, tangibilidade dos ativos e lucratividade são diretamente proporcionais ao nível de endividamento, ao passo que a idade da empresa é inversamente proporcional.

Por fim, Burkowski *et al.* (2008) observaram relacionamento entre fontes de financiamentos e atributos das empresas tais como idade, tamanho, destino do financiamento, entre outras.

Diante do que foi exposto, o presente artigo se justifica pela pretensão de trazer à luz maiores discussões e reflexões quanto ao tema estrutura de capital em pequenas empresas, ainda pouco avaliado no Brasil.

## **REFERENCIAL TEÓRICO DE ESTRUTURA DE CAPITAL APLICADO 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. Já para análises da

estrutura de capital em micro e pequenas empresas surgem novos questionamentos, devido à dificuldade de se coletar dados dessas organizações, do mercado na qual estão inseridas e, principalmente, de diagnosticar os fatores determinantes do processo de escolha, fase esta influenciada por diversas variáveis, algumas inclusive intrínsecas à personalidade do gestor. Essa escassez de estudos voltados para as pequenas empresas tem estimulado alguns autores a investigarem o comportamento dessas organizações no instante das tomadas de decisões de financiamento. Algumas pesquisas buscaram detalhar as principais fontes de recursos que as empresas utilizam para se financiar (sejam para atividades operacionais ou novos investimentos), além de identificar as razões e atributos analisados pelos gestores quando se deparam com opções de financiamento.

Estudos recentes demonstram que o porte influencia a estrutura de capital, devido principalmente às características de pequenas organizações, como racionalidade limitada por parte dos gestores, autonomia ilimitada (muitas vezes os próprios sócios são os administradores da instituição), falta de conhecimento e de informação, além da própria dificuldade de acesso a linhas de crédito, conseqüência da grande volatilidade dos resultados e, algumas vezes, da falta de bens tangíveis como garantia vivenciados por tais organizações.

Com isso, a teoria 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. Holmes e Kent (1991) afirmaram que as organizações de pequeno porte possuem uma limitação financeira sustentada por dois pilares: falta de oferta de crédito e de conhecimento por parte dos gestores, ambas conduzindo a estrutura de capital das instituições para a hierarquia modificada.

A pequena oferta de crédito é conseqüência da falta de disponibilidade de recursos destinados a este grupo de empresas. Isso porque, pela ótica do credor, é preferível que os recursos sejam aplicados em empresas que possuem maior diversificação, maturidade no mercado em que atuam e, conseqüentemente, menor volatilidade dos resultados, o que se reflete no risco do crédito. Nesta linha, uma variável ligada ao relacionamento bancário vem sendo pesquisada e correlacionada com as condições dos financiamentos bancários (FAZZARI, HUBBARD, PETERSEN, 1988; JAPPELI, 1990; COX e JAPPELI, 1993).

Sobre a ótica do conhecimento, os gestores de pequenas organizações desconhecem muitas vezes os benefícios das dívidas; alguns não são capazes de mensurar o custo da mesma e interpretam a dívida como uma forma de perder o controle da própria organização. Esses dois fatores combinados fariam com que as micro e pequenas empresas não tivessem outra alternativa senão usar primeiro lucros retidos, para apenas depois optar pela contratação de dívida e busca de novos sócios (HOLMES e KENT, 1991).

A estrutura de capital de pequenas empresas também foi objeto de estudo por parte de Michaelas *et al.* (1998), cujas proposições incluem ainda a racionalidade limitada dos gestores, especialmente em organizações de pequeno porte, na qual os gestores racionalmente limitados possuem autonomia ilimitada na tomada de decisão. Segundo os autores, os aspectos comportamentais do gestor devem ser analisados em paralelo com a estrutura de capital, já que atributos da personalidade do empresário, bem como a interpretação dos fatos, influenciam diretamente o processo de escolha das fontes de financiamento. O modelo elaborado pelos autores se baseia em três vertentes: aspectos psicológicos do gestor (como sua experiência e propensão ao risco), contexto interno da organização (idade da empresa, relação

com fornecedores e clientes e composição de ativos) e externo (condições do mercado, nível de concorrência, aspectos econômicos e políticos).

Ainda no que tange à tomada de decisão quanto à estrutura de capital adequada, o processo de escolha dos gestores pode ser influenciado por diversos vieses. Isso porque os gestores, ao longo dos anos, participaram de decisões semelhantes e interpretam os resultados das escolhas adotadas anteriormente. Essa situação gera um ciclo de aprendizagem para o gestor que, muitas vezes, realiza decisões baseadas em inferências e não na racionalidade. A explicação para este fato faz parte dos estudos de Simon (1955) sobre a racionalidade limitada, estudada pelas Finanças Comportamentais, vertente que busca razões para as irracionalidades durante o processo de tomada de decisão. Autores com Backer *et al.* (2004) e Hackbarth (2004) destacam os vieses de otimismo e excesso de confiança. O otimismo é geralmente incluído nos modelos como superestimação da média, enquanto que o excesso de confiança é a subestimação da variância (BAKER *et al.*, 2004). Se os gestores possuem 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, 2006).

## **METODOLOGIA**

A metodologia empregada no presente artigo utilizou uma pesquisa de campo (*survey*), devidamente estruturada a partir de uma definição clara dos objetivos da pesquisa, bem como da forma de abordagem da mesma. Dados primários, ou seja, obtidos especialmente para o presente estudo, foram coletados diretamente ao público alvo (gerentes e/ou responsáveis pelas atividades financeiras das empresas) através de entrevistas estruturadas por questionários fechados. Estes últimos foram elaborados a partir das teorias de estrutura de capital existentes e trabalhos publicados de Smith (2002) e Antonialli e Oliveira (2006), garantindo assim comparabilidade dos resultados. A pesquisa foi aplicada nas cidades de Juiz de Fora (MG) e Viçosa (MG), cidades-pólo da região da Zona da Mata Mineira, sendo as organizações selecionadas a partir do banco de dados da CAMPE Consultoria Junior e CACE Consultoria Junior, empresas juniores da Faculdade de Economia e Administração da Universidade Federal de Juiz de Fora e Viçosa, respectivamente.

O questionário aplicado na pesquisa possuía cinquenta e duas (52) questões objetivas que buscavam evidenciar diversas características, seja das organizações, do mercado no qual estão inseridas, e das percepções dos gestores. Informações gerais, como idade da empresa, número de empregados, faturamento anual, oscilação do faturamento, expectativas de crescimento e impulsionadores deste último, foram alocadas no início do questionário. Uma avaliação do mercado e comparação deste com a organização foi feita em seguida, sendo questionado o número de concorrentes na região e a posição da empresa frente aos mesmos. Posteriormente, foram feitas investigações quanto às finanças de curto prazo das organizações, perpassando pelos prazos médios de estocagem, de recebimento e pagamento de compras. O objeto de estudo principal foram as linhas de financiamento adotadas pelas empresas, tanto de curto quanto de longo prazo, questionando o custo, prazo de pagamento e proporção de tais opções no total de recursos investidos na empresa. Ainda no que tange ao questionário, foi analisado o grau de participação dos sócios, seja em termos de participação no capital social da empresa ou no modo como os mesmos participam das decisões estratégicas da organização, além das intenções futuras de investimentos, valor necessário, finalidade e possíveis fatores limitadores.

Foi aplicado um total de 296 questionários, distribuídos em 197 para Juiz de Fora (MG) e 99 para Viçosa (MG), constituindo uma amostra não probabilística e sem intenção de inferências. Após a coleta dos dados, os mesmos foram tabulados (respostas inseridas em um

arquivo único) com o auxílio do software SPSS versão 13.0 e a técnica estatística de Análise de Correspondência foi empregada de modo a facilitar e mensurar os resultados obtidos pelos cruzamentos entre as variáveis.

A Análise de Correspondência é uma técnica de interdependência cuja finalidade é identificar e mensurar correspondências (relações) entre as variáveis, muito utilizada para redução dimensional e elaboração de mapas percentuais. Estes últimos são retratos da associação entre objetos e atributos determinados pelo pesquisador. Neste estudo, os objetos foram considerados como sendo as linhas de financiamento de curto e longo prazo utilizadas pelas organizações, sendo os atributos as características das empresas e dos gestores a partir dos quais se pretende investigar a existência de relações.

A base para a Análise de Correspondência se encontra na tabela de contingência e no cálculo da medida padronizada qui-quadrada. A tabela de contingência reflete a frequência observada no cruzamento das variáveis, gerando uma matriz formada por linhas e colunas. A medida qui-quadrada compara as frequências reais das células da matriz com as frequências esperadas. O procedimento para cálculo se divide em três etapas e é exposto logo abaixo, a partir de um exemplo que compara faixa etária e consumo de produtos (HAIR *et al.*, 1998).

**Tabela 01: Exemplo de tabela de contingência**

Faixa Etária	Produto A	Produto B	Produto C	Total
(18-35)	20	20	20	<b>60</b>
(36-55)	40	10	40	<b>90</b>
(56 ou mais)	20	10	40	<b>70</b>
<b>Total</b>	<b>80</b>	<b>40</b>	<b>100</b>	<b>220</b>

Fonte: HAIR *et al.* (1998)

**1) Cálculo da frequência esperada faixa etária (18-35) que consomem A:**

(Total da faixa etária 18-35 x Total de vendas do produto A) / Vendas totais

$$(60 \times 80) / 220 = 21,82$$

**2) Diferença entre a frequência esperada e a real:**

$$(21,82 - 20,00) = 1,82$$

**3) Cálculo do valor qui-quadrado:**

$$(\text{diferença})^2 / \text{frequência esperada} = (1,82)^2 / 21,82 = 0,15$$

O resultado do cálculo apresentado acima fornece uma medida padronizada de similaridade capaz de explicar melhor a intensidade das associações. A análise de correspondência cria uma medida de distância métrica, com dimensões ortogonais, representando as associações e o seu grau através de mapas percentuais.

A utilização da técnica de análise de correspondência possui relativa liberdade de pressupostos. O método permite o uso de dados numéricos e não numéricos representados através de relações lineares e não lineares, respectivamente. A técnica exige apenas a possibilidade de comparabilidade dos objetos avaliados pelos respondentes e a completude dos atributos utilizados. No presente estudo, a comparabilidade é obtida a partir de um questionário composto por questões objetivas, que permitem ao respondente selecionar a opção que melhor representa a realidade da sua empresa. A completude foi buscada na formulação do questionário, na medida em que as alternativas alocadas no questionário foram devidamente planejadas e elaboradas de acordo com as teorias de estrutura de capital até então formuladas.

Vale ressaltar que durante o processo metodológico adotou-se um nível de significância de cinco por cento (5%). Quanto à interpretação e análise dos resultados, seguem abaixo as principais evidências encontradas no decorrer do estudo.

## RESULTADOS

Conforme apresentado na metodologia, o questionário aplicado na pesquisa foi segmentado em financiamentos de curto e de longo prazo. A fim de facilitar a compreensão, tais resultados serão apresentados separadamente, em paralelo com as teorias e reflexões que buscam explicá-los. Ao término do artigo, considerações finais envolvendo curto e longo prazo serão apresentadas, evidenciando o comportamento geral das micro e pequenas empresas pesquisadas.

A análise de frequência das linhas de financiamento de curto prazo mais utilizadas pelos gestores demonstrou que a maior parte deles (40,77%) utiliza algum tipo de empréstimo, seja ele uma linha bancária específica para o capital de giro, ou desconto de títulos, cheque especial, conta garantida, dentre outros. Apurou-se também que 13,59% das organizações utilizam como financiador de suas contas de curto prazo os próprios lucros acumulados em períodos anteriores, outros 22,3% estabelecem parcerias com fornecedores para agirem no curto prazo e 23,34% afirmaram não utilizar nenhuma fonte para financiar seu giro (incluindo fornecedores).

A grande parcela encontrada de gestores que afirmaram não utilizar qualquer linha de financiamento em capital de giro (23,34% do total de entrevistados) motivou maior investigação e análise da questão. Para tal, foi necessário identificar o ciclo de caixa da empresa, ou seja, o prazo em que não há entrada de recursos no fluxo de caixa da organização. Assim, analisaram-se os prazos médios de estocagem, de recebimento de vendas e de pagamento de compras. A soma dos prazos médios de estocagem e de recebimento de vendas fornece o ciclo operacional da organização que, subtraído do prazo médio de pagamento de compras, resulta no ciclo de caixa. A constatação foi de que a maior parte das empresas (59,5%) possui necessidade de capital de giro, ou seja, de recursos para financiar suas atividades operacionais durante o intervalo entre o pagamento de fornecedores e o recebimento das vendas. Tal resultado pode evidenciar falta de conhecimento por parte dos gestores do que sejam necessidades de capital de giro e/ou da estrutura de capital de suas organizações (40,5% das empresas não possui necessidade de capital de giro porque são financiadas por seus fornecedores; apenas 23,34% afirma não utilizar financiamento para o giro.) Logo, somando a parcela de empresas que se financiam através de fornecedores, lucros acumulados e aqueles que acreditam não utilizar nenhuma fonte embora utilizem financiamentos operacionais (fornecedores), chega-se a um total de 49,78% das organizações financiando-se através de fontes internas; 40,77% utilizam alguma modalidade de empréstimos e os demais 9,45% não necessitam de capital de giro.

Em relação às empresas que afirmaram utilizar algum tipo de financiamento de curto prazo, 24,1% destas possuem como prazo médio de pagamento dessa fonte financiadora menos de 30 dias. A maior parte das organizações (53,7%) citou a necessidade de honrar seus compromissos de capital de giro em um período entre 1 e 6 meses.

Quanto ao custo envolvido nessas fontes de curto prazo, 29,8% conseguem taxas com suas fontes de até 1 % a.m.. Outros 52,2% das organizações entrevistadas declararam um custo entre 1,01 e 3% e os demais 18% com taxas superiores a 3%. Interessante notar que foi constatada uma relação significativa entre a linha de financiamento adotada e os prazos e custos envolvidos. Organizações que se financiam via Fornecedores ou Lucros Acumulados geralmente apresentam como prazo de pagamento para tais fontes um período inferior a 180 dias. Já empresas que utilizam empréstimos tendem a honrá-los somente após 180 dias. Naturalmente, como era de se esperar, o custo envolvido nessa última fonte é maior, centrada em 1,01 e 3%, ao passo que as demais fontes possuem custos de até 1% a.m.

Os resultados evidenciaram também relações entre o ciclo operacional das empresas e suas respectivas fontes de financiamento. Através do Prazo Médio de Estocagem, de

Recebimento de Vendas e de Pagamento de Fornecedores, percebeu-se que empresas que possuem um ciclo operacional maior tendem a se financiar através de Empréstimos; já as que possuem ciclos menores optam pelos Lucros Acumulados. A fonte Fornecedor foi identificada em ciclos operacionais de médio porte, neste estudo representado por um período entre 6 e 30 dias.

Os dados demonstraram ainda a existência de uma diferença regional em relação às linhas de financiamento. As empresas pesquisadas na cidade de Juiz de Fora tendem a utilizar Lucros Acumulados no seu giro, ao passo que aquelas presentes em Viçosa estabelecem parcerias com seus Fornecedores. Essa relação pode ser fruto do porte das empresas pesquisadas. Apenas 16,7% das empresas que possuem mais de 50 funcionários estão situadas em Viçosa, o que caracteriza a amostra dessa cidade como micro empresas, na qual a parceria com Fornecedores e a confiança entre os proprietários de pequenos negócios na cidade ainda é preservada.

Em relação aos impulsionadores de crescimento das empresas pesquisadas, notou-se relação significativa a 5% com as fontes de financiamento de curto prazo utilizadas pelas organizações. Aproximadamente, 34% das organizações afirmaram crescer em função de novos mercados, sendo que estas tendem a utilizar a fonte Lucros Acumulados como financiadora do giro. Organizações que utilizam Empréstimos possuem relação com a categoria “saída de concorrentes” de seus mercados. Esta relação remete à hipótese de que empresas mais estáveis, atuantes em mercados maduros, se financiam via empréstimos, ao passo que organizações que buscam novos mercados e ainda em fase de crescimento utilizam lucros acumulados.

Tal fato também é corroborado pelo cruzamento com a variável “posição da empresa frente aos concorrentes”. As empresas que se financiam via Lucros Acumulados, as quais, acredita-se, sejam organizações recentes no mercado, não souberam avaliar sua posição frente aos concorrentes ou afirmaram não enfrentar concorrência, talvez em função da pouca experiência e/ou falta de conhecimento sobre esse mercado. No entanto, as empresas que se financiam através de Fornecedores e Empréstimos souberam avaliar sua posição, algumas indicando inclusive a necessidade de melhoria em relação aos concorrentes.

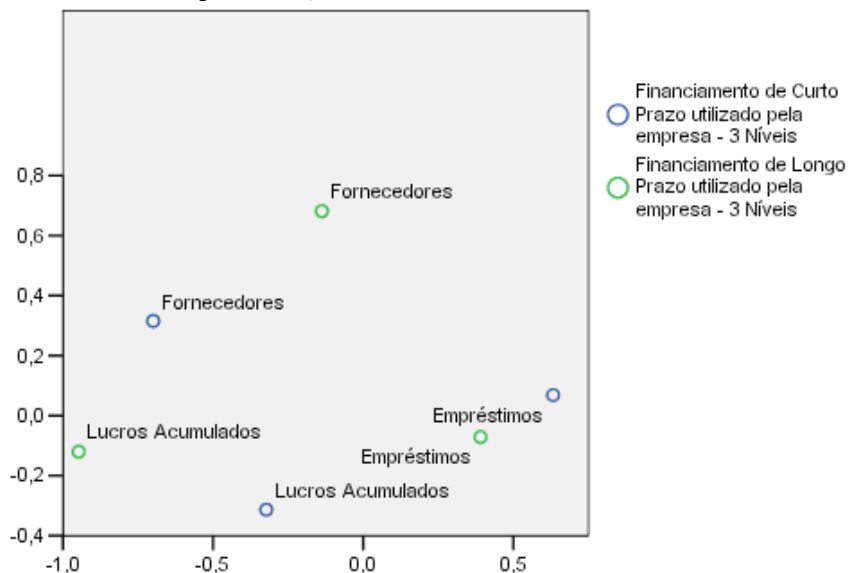
A fim de se investigar o atributo “expectativa de crescimento”, analisaram-se em paralelo as questões idade das empresas e expectativas de crescimento no longo prazo. Constatou-se que, quanto maior a idade das organizações, menor a expectativa de crescimento. Logo, juntando-se os resultados, chega-se a conclusão de que as pequenas empresas, recentemente instaladas no mercado, que possuem altas expectativas de crescimento são justamente aquelas que se financiam no curto prazo através de lucros acumulados, corroborando a Hierarquia de Fontes Modificada de Holmes e Kent (1991). Por outro lado, organizações mais estáveis e com menor expectativa de crescimento são financiadas via empréstimos e fornecedores, ensejando estabilidade entre os relacionamentos (bancário e com fornecedores) e um bom gerenciamento da estrutura de capital (tais empresas enfrentam custos da dívida menores, portanto passíveis de serem superados por seu retorno operacional, dado que atuam em mercados maduros, o que leva à alavancagem financeira favorável).

A relação significativa encontrada entre a forma de tributação e a linha de financiamento utilizada revela que aquelas organizações que utilizam Lucros Acumulados tendem a utilizar o Simples Nacional, assim como as financiadas pelos seus Fornecedores, ao passo que o sistema de tributação baseado no Lucro Real é adotado por empresas financiadas via Empréstimos. Logo, a maturidade e a existência de documentação gerencial e fiscal da empresa é sim fator relevante para o uso de determinada fonte de financiamento no curto prazo.



Identificada a relação entre diversos atributos organizacionais e as fontes de financiamento de curto prazo, buscou analisar o impacto de tais atributos no financiamento de longo prazo. Ao se analisar as linhas de financiamento de longo prazo, percebeu-se que existe uma tendência de manutenção da fonte utilizada no curto prazo também no futuro, ou seja, no longo prazo, conforme pode ser percebido pela Figura 1 abaixo.

**Figura 1: Correspondência entre Financiamentos de Curto Prazo e de Longo Prazo em 3 Níveis (Lucros Acumulados, Fornecedores e Empréstimos)**



Fonte: Elaboração própria a partir de *outputs* do *software* SPSS

Tais evidências corroboram a Teoria da Inércia Gerencial (WELCH, 2004). Tal teoria parte do pressuposto de que as empresas em geral não fazem reajustes em suas estruturas de capital, ou seja, não buscam uma estrutura ótima para a organização constantemente. Pesquisadores defensores dessa idéia afirmam que reajustar a estrutura de capital implica em custos adicionais de transação, fazendo com que os empresários realizem pequenos ajustes ou, em alguns momentos, prefiram até mesmo não ajustar, continuando com as políticas anteriores.

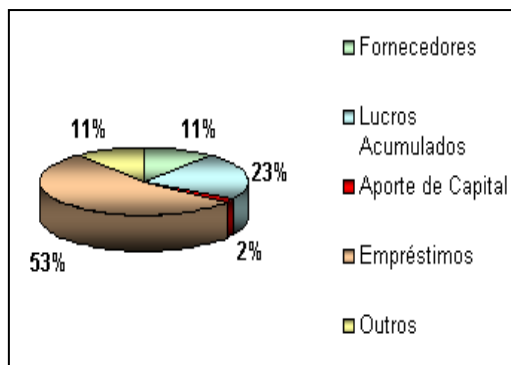
Ainda em relação à Inércia Gerencial e buscando maiores evidências, analisou-se também a frequência em que as decisões de financiamento inicialmente tomadas são revistas. Constatou-se que organizações financiadas via Lucros Acumulados nunca revisam suas estruturas de capital e, mais, que os sócios dessas empresas demonstram falta de interesse no uso de dívidas, corroborando ainda mais a abordagem de inércia e de falta de conhecimento e/ou informação dos benefícios da dívida, caso existam. Vale ressaltar que as organizações que utilizam empréstimos afirmaram rever suas decisões a cada ano, o que não significa que as mesmas sejam modificadas, mas analisadas em uma periodicidade anual.

Ainda em relação às linhas de financiamento de longo prazo, constatou-se, através do Gráfico 1, que a maior parte das empresas pesquisadas se financiam através de Empréstimos (53%), desse total a categoria que possui maior frequência são os Empréstimos Governamentais (74 casos). A seguir, percebe-se que 23% das empresas se financiam com Lucros Acumulados e, como terceira fonte, aparecem empatadas as categorias Fornecedores e Outras fontes de financiamento. Por fim, a fonte Aporte de Capital dos Sócios foi citada por apenas 2% dos entrevistados.

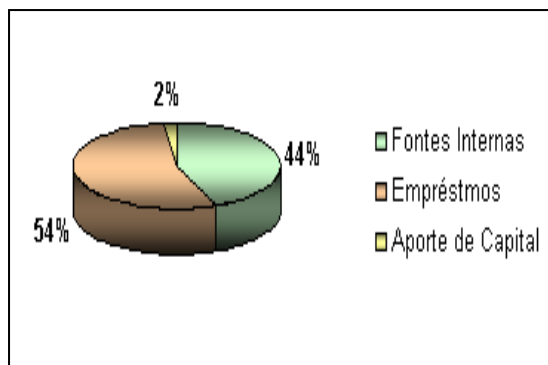
De forma a reduzir o número de categorias e assim chegar a novos resultados, agrupou-se, em um segundo momento, as fontes de financiamento Lucros Acumulados,

Fornecedores e Outros, formando a categoria Fontes Internas. Manteve-se a fonte Empréstimos e Aporte de Capital. O resultado obtido mantém a fonte Empréstimos como a mais utilizada, seguida pelas Fontes Internas e Aporte de Capital, conforme Gráfico 2 abaixo.

**Gráfico 01: Fonte de Financiamento de LP  
5 níveis**



**Gráfico 02: Fontes de Financiamento de LP  
3 níveis**



Fonte: Elaboração e análise própria

Quanto aos prazos concedidos pelos financiadores, observou-se que 77,3% das empresas recebe entre 1 e 3 anos para honrar tais compromissos. Outros 21% afirmaram trabalhar com fontes que oferecem entre 4 e 8 anos para o pagamento e, por fim, 1,7% das organizações recebem mais de 8 anos. Ao analisar as linhas de financiamento com a variável prazo médio de pagamento do financiamento constatou-se que organizações que se financiam via Lucros Acumulados e Fornecedores têm prazos entre 1 e 3 anos, ao passo que organizações financiadas via Empréstimos conseguem prazos maiores, tendendo a um período entre 4 e 8 anos. Tal relação é similar à verificada no curto prazo, para financiamento do giro: empresas usam os lucros acumulados para financiamentos curtos, destinando empréstimos para financiamentos de mais longo prazo. A explicação para tal relação pode estar associada ao elevado custo do capital próprio quando comparado ao custo dos financiamentos externos.

No que tange aos custos envolvidos nas fontes de Longo Prazo, 52,9% dos entrevistados citaram taxas entre 1,01 e 3% a.m. Outras 34,1% das organizações financiam suas atividades com taxas de até 1% a.m., sendo a maior parte destas (67,57%) financiadas via Empréstimos. Por fim, 12,9% das empresas trabalham com custo médio acima de 3,01% a.m.

Constatou-se relação significativa entre as fontes de financiamento e o prazo médio de recebimento de vendas, resultado este que já havia sido obtido no curto prazo e que é justificado, uma vez que as fontes de financiamento tendem a ser as mesmas ao longo do tempo. As empresas que se financiam via Lucros Acumulados no longo prazo possuem como prazo médio de recebimento de vendas até 5 dias, enquanto aquelas organizações que utilizam Empréstimos recebem somente 30 dias ou mais após as vendas. Apesar da expectativa de crescimento do faturamento, as evidências comprovam que empresas que esperam crescer mais de 10% no próximo ano utilizam Empréstimos, enquanto firmas que se financiam via Lucros Acumulados possuem expectativa na ordem de 5% a.a. O fato das empresas que se financiam através de empréstimos esperarem melhores resultados pode ser uma evidência da abordagem de custos de falência, que, para essas empresas, são menores (JENSEN e MECKLING, 1976), bem como de excesso de confiança, como superestimação da capacidade de endividamento, ou otimismo quanto ao resultado futuro.

A fonte de financiamento de longo prazo relacionada com o volume de recursos voltados para o capital de giro, frente ao total de recursos investidos na empresa, revela que

empresas que utilizam lucros acumulados alocam mais de 80% do total de recursos investidos no capital de giro. Já empresas financiadas via Empréstimos aplicam menos de 50% de seu capital no curto prazo, tendendo a 20%. Tal fato evidencia que empresas que utilizam lucros acumulados focam suas atividades somente no curto prazo, faltando planejamento e operações para o longo prazo. Essa hipótese foi confirmada através da correspondência com a variável “expectativa de novos investimentos”. Organizações financiadas via Lucros Acumulados afirmaram não pretender realizar qualquer tipo de investimento para os próximos anos, posição oposta em relação às organizações financiadas por Fornecedores e Empréstimos.

Apresentados os resultados obtidos no decorrer da pesquisa, ressalta-se que, em anexo, podem ser encontradas as variáveis que apresentaram correspondência, juntamente com seus respectivos p-valor e significâncias.

## CONCLUSÃO

De acordo com os resultados supracitados, percebe-se que as micro e pequenas empresas se encontram em um contexto complexo e de poucas alternativas no que tange às suas estruturas de capital. Geralmente, estas organizações são gerenciadas pelos próprios proprietários, muitas vezes desconhecedores das linhas de financiamento disponíveis no mercado e dos benefícios das mesmas. Muitos dos gestores afirmaram não conhecer o custo dos recursos investidos em suas atividades, 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 organizações de pequeno porte 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. No entanto, para as 296 empresas pesquisadas não foi identificada uma Hierarquia de Fontes Modificada, conforme proposto por Holmes e Kent (1991). Para a presente amostra, em um contexto de longo prazo, as principais fontes de financiamento são: (1) Empréstimos, (2) Fontes Internas, formadas por Lucros Acumulados e Fornecedores e (3) Novos aportes de capitais. Conforme exposto no referencial teórico, a ordem apresentada acima difere daquela evidenciada pelos autores em suas pesquisas.

Ao analisar as principais linhas de financiamento utilizadas no curto e longo prazo, relações bastante significativas foram encontradas. As micro e pequenas empresas apresentaram comportamento bastante semelhante ao longo do tempo quando se deparavam com fontes de recursos. Evidenciou-se que a maior parte dos gestores deseja manter nos investimentos futuros a mesma fonte que utilizam atualmente em suas gestões. Este resultado corrobora a proposta de Welch (2004) quanto à inércia gerencial, a qual está sustentada no princípio de que as organizações não fazem ajustes em suas estruturas de capital, logo não buscam a melhor fonte para aquele momento, mas sim tendem a manter a decisão que foi tomada no passado.

Vale ressaltar que grande parte das empresas pesquisadas nunca reavalia suas decisões de financiamento, ou o fazem somente quando surge um novo investimento e aquelas que o fazem periodicamente, em sua maioria, o fazem anualmente. Este elevado percentual reforça a idéia da Inércia Gerencial e do excesso de confiança.

Deve-se ainda ressaltar uma característica comum a todas as empresas da amostra, que pode configurar um viés da pesquisa: todas tiveram acesso às empresas juniores das Universidades Federais de Juiz de Fora e Viçosa em algum momento (dado que foram acessadas a partir do banco de clientes dessas empresas), o que pode evidenciar um efeito fixo de seus gestores: uma visão mais gerencial do negócio e, por outro lado, uma confiança maior nas ações tomadas.

## ANEXOS

**Tabela 02: Correspondência dos Financiamentos de Curto Prazo**

<b>Variável</b>	<b>Qui-quadrado (p-valor)</b>	<b>Significância</b>
<b>Cidade</b>	6,04	0,049
<b>Tributação</b>	12,476	0,05
<b>Impulsionadores do crescimento</b>	23,964	0,008
<b>Posição frente aos concorrentes</b>	20,093	0,028
<b>Prazo Médio de Estocagem</b>	16,097	0,041
<b>Prazo Médio Recebimento de Vendas</b>	24,459	0
<b>Prazo Médio de Pagamento a Fornecedores</b>	16,587	0,002
<b>Financiamento Capital de Giro/Dívidas</b>	19,039	0
<b>Prazo Médio do Pagamento Financiamento CG</b>	26,288	0
<b>Custo médio do financiamento do CG</b>	15,002	0,005
<b>Financiamento de Longo Prazo</b>	28,198	0
<b>Financiamento de Longo Prazo / Dividas</b>	18,893	0,004

Fonte: Elaboração e análise própria

**Tabela 03: Correspondência dos Financiamentos de Longo Prazo**

<b>Variável</b>	<b>Qui-quadrado (p-valor)</b>	<b>Significância</b>
<b>Prazo Médio Recebimento de Vendas</b>	12,66	0,013
<b>Financiamento Capital de Giro/Dívidas</b>	12,846	0,002
<b>Prazo Médio do Pagamento Financiamento CG</b>	8,505	0,014
<b>Custo médio do financiamento do CG</b>	16,106	0,003
<b>Financiamento de Curto Prazo</b>	28,198	0
<b>Financiamento de Longo Prazo / Dividas</b>	17,533	0,008
<b>Prazo Médio do Pagamento Financiamento Longo Prazo</b>	25,733	0
<b>A empresa pretende fazer novos investimentos</b>	5,79	0,05

Fonte: Elaboração e análise própria

## 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.
- BERGER, A. N; UDELL, G. F. Relationship lending and lines of credit in small firm finance. **Journal of Business**, v. 68, n. 3, p. 351-381, 1995.
- 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.
- BURKOWSKI, E.; PEROBELLI F. F. C., ZANINI A. A identificação de preferências e atributos relacionados à estrutura de capital em pequenas empresas. **RAE-eletrônica**, v. 8, n. 1, Art. 2, jan./jun. 2009.
- 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.
- COX, D.; JAPPELLI, T. The effects of borrowing constraints on consumer liabilities. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 25, n. 2, p. 197-213, 1993.
- 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.
- FAZZARI, F. M; HUBBARD, R. G; PETERSEN B. C. Financing constraints and corporate investment. **Brookings Papers of Economic Activity**, 1988.
- 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. 5<sup>th</sup>, 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.

HUBBARD, R. G. Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 1998.

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

JAPPELLI, T. Who is credit constrained in the U.S. economy? **Quarterly Journal of Economics**, 1990.

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 Business and Enterprises Development**. Vol. 5, nº 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 behaviorial 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.