

FACULDADE NOVOS HORIZONTES

Programa de Pós-graduação em Administração
Mestrado

**ESTRUTURA DE CAPITAL EM EMPRESAS DE PEQUENO PORTE
DO MUNICÍPIO DE ITABIRA-MG**

Tancredo Augusto Vieira

Belo Horizonte

2012

Tancredo Augusto Vieira

**ESTRUTURA DE CAPITAL EM EMPRESAS DE PEQUENO PORTE
DO MUNICÍPIO DE ITABIRA-MG**

Projeto de Dissertação apresentado ao Curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, como requisito para matrícula na Disciplina Seminário de Dissertação.

Orientador: Prof Dr. Wendel Alex Castro Silva.

Linha de pesquisa: Tecnologia de Gestão e Competitividade

Área de concentração: Organização e Estratégia

Belo Horizonte

2012

Dedico este trabalho aos meus familiares, pais, irmãos e amigos, que souberam compreender minha ausência e constituíram a base para meu crescimento, e de forma especial ao meu Amor Nayara, que se fez sempre presente nesta trajetória.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pela conclusão de mais uma etapa em minha vida.

A todos os professores e funcionários da Faculdade Novos Horizontes, pela atenção e dedicação demonstrada no decorrer do curso.

Ao meu orientador e professor, Dr. Wendel Alex Castro Silva, pelo incentivo e auxílio na realização deste trabalho.

Aos colegas de sala, pela amizade, companheirismo e pelos momentos de alegria proporcionados no decorrer desta caminhada.

À Nayara, minha namorada, pelo incentivo e companheirismo nos momentos difíceis, e à sua família, pela acolhida.

Finalmente à minha família, que é minha base e refúgio nos momentos mais difíceis.

Às vezes a vida te bate com um tijolo na cabeça. Não perca a fé. Estou convencido de que a única coisa que me fez continuar foi que eu amava o que eu fazia. Você precisa encontrar o que você ama. E isso vale para o seu trabalho e para seus amores. Seu trabalho irá tomar uma grande parte da sua vida e o único meio de ficar satisfeito é fazer o que você acredita ser um grande trabalho. E o único meio de se fazer um grande trabalho é amando o que você faz. Caso você ainda não tenha encontrado, continue procurando. Não pare.

Steve Jobs

RESUMO

A pesquisa teve como objetivo descrever e analisar como as empresas de pequeno porte (EPP) situadas em Itabira, MG, financiam seus projetos de investimento, buscando identificar os tipos de financiamento utilizados e desejados por elas e descrever quais atributos consideram relevantes para a sua escolha. A pesquisa utilizou abordagem quantitativa do tipo descritiva e método de pesquisa de campo, e seu universo constituiu-se de 2925 EPP, sendo a amostra classificada como probabilística do tipo aleatória simples e composta por 200 empresas; os sujeitos de pesquisa foram os gerentes financeiros das empresas da amostra e a coleta de dados foi realizada através da aplicação de questionário; a análise de dados foi realizada através de métodos de estatísticas multivariadas, sendo utilizada a estatística descritiva e análises uni- e multivariadas com o auxílio do *software SPSS (Statistical Package for the Social Science)*. A pesquisa concluiu que as empresas da amostra têm preferência pela utilização de recursos próprios e captação de recursos junto a família e amigos em detrimento de outras formas de financiamento, como linha de crédito bancária e empréstimos governamentais. Verificou também uma tendência à utilização da teoria de *pecking order* (hierarquização das fontes de financiamento) e constatou que as empresas de pequeno porte têm baixo índice de endividamento e não buscam uma meta de estrutura de capital. Contatou ainda que, com relação às empresas, as variáveis idade e tamanho possuem relação com o nível de endividamento utilizado, suportado e com a meta de endividamento, enquanto o setor de atuação da empresa e o tempo de carreira do gestor possuem associação com o endividamento utilizado e suportado, mas não com a meta de endividamento; a idade dos equipamentos possui relação somente com o nível de endividamento suportado, e a expectativa de crescimento e o tipo de garantias da empresa possui relação com o nível de endividamento utilizado, suportado e meta de endividamento da mesma.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Empresas de Pequeno Porte. Financiamento.

ABSTRACT

The present work's main objective was to describe and analyze the how small businesses (EPP) situated in the town of Itabira, Minas Gerais, finance their investment projects , aiming to identify the forms of financing used and wanted by them, as well as to describe which attributes they consider to be relevant in the moment of choosing such forms of financing. The research can be characterized as descriptive with a quantitative approach, using the field work method. The population consisted of 2925 small businesses and the sampling technique used was simple random sampling, which generated a sample of 200 small businesses. The subjects of research were the financial directors of the businesses forming the sample and the data collection happened through the application of a questionnaire. The data was analyzed through multivariate statistical methods and the descriptive statistics and uni- and multivariate analysis were used through the Statistical Package for the Social Science (SPSS) software. The research conclusions are that the businesses that form the sample prefer to use self owned resources or those offered by friends and family as financing in spite of other forms such as credit facilities from banks and governmental financing. It also concluded a tendency to using the Pecking Order Theory, with the small businesses having low financing. The small businesses also do not have a target capital structure. Another conclusion was that in the businesses from the sample the variables "age" and "size" are related to the levels of debt the company has and supports, as well as with the target debt, whereas the level of economic activity and the experience of the financial manager are associated with the level of debt the company has and supports, but not with the target debt; the age of equipments is related only to the level of debt supported, and the growth expectation and the types of guarantee the company owns are related to the level of debt used, supported and the target debt.

Key-words: Capital Structure. Small Businesses. Financing.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

EPP – Empresas de Pequeno Porte

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IBRAM – Instituto Brasileiro de Mineração

IDH – Índice de Desenvolvimento Humano

JUCEMG – Junta Comercial do Estado de Minas Gerais

POT – Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento

S.A – Sociedade Anônima

SEBRAE - Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

STO – *Static Trade-Off Theory*

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) de municípios com atividade mineradora.....	21
TABELA 2 – Características das empresas brasileiras quanto ao financiamento no período de 1995/1997.....	42
TABELA 3 – Distribuição das empresas segundo seu setor de atuação.....	53
TABELA 4 – Distribuição das empresas segundo a constituição jurídica das empresas.....	54
TABELA 5 – Distribuição das empresas segundo a forma de tributação da renda.....	54
TABELA 6 – Distribuição das empresas segundo o tempo de existência legal.....	54
TABELA 7 – Distribuição das empresas segundo o número de funcionários.....	55
TABELA 8 – Distribuição das empresas segundo o faturamento anual.....	55
TABELA 9 – Distribuição das empresas segundo a expectativa de crescimento.....	56
TABELA 10 – Distribuição das empresas segundo tempo entre compra e venda do produto.....	57
TABELA 11 – Distribuição das empresas segundo o tempo entre venda e recebimento.....	58
TABELA 12 – Distribuição das empresas segundo o prazo médio de pagamento.....	59
TABELA 13 – Distribuição das empresas segundo o responsável pelas decisões.....	59
TABELA 14 – Distribuição das empresas segundo o tempo de carreira do principal responsável por decisões.....	59
TABELA 15 – Distribuição das empresas segundo a concentração do capital social.....	60
TABELA 16 – Distribuição das empresas segundo motivo de busca do financiamento.....	61
TABELA 17 – Distribuição das empresas segundo o nível de endividamento atual.....	62
TABELA 18 – Distribuição das empresas segundo o nível de endividamento suportado.....	63
TABELA 19 – Distribuição das empresas segundo a meta de endividamento.....	63
TABELA 20 – Distribuição das empresas segundo a utilização de consultoria gerencial externa.....	64
TABELA 21 – Distribuição das empresas segundo nível de gerenciamento.....	64
TABELA 22 – Distribuição das empresas segundo garantias existentes.....	65
TABELA 23 – Distribuição das empresas segundo a idade média dos equipamentos.....	66
TABELA 24 – Fatores que limitam a utilização de financiamento.....	66
TABELA 25 – Fatores que limitam o crescimento da empresa.....	67

TABELA 26 – Distribuição das empresas segundo tipo de financiamento de curto prazo.....	68
TABELA 27– Distribuição das empresas segundo representatividade do financiamento de curto prazo	69
TABELA 28 – Distribuição das empresas segundo prazo médio de pagamento do financiamento de curto prazo.....	70
TABELA 29 – Distribuição das empresas segundo o custo médio do financiamento de curto prazo.....	70
TABELA 30 – Distribuição das empresas segundo o motivo de escolha do financiamento de curto prazo.....	71
TABELA 31 – Distribuição das empresas segundo o grupo de financiamento de curto prazo.....	72
TABELA 32 – Distribuição das empresas segundo tipo de financiamento de longo prazo.....	74
TABELA 33 – Distribuição das empresas segundo representatividade do financiamento de longo prazo.....	75
TABELA 34 – Distribuição das empresas segundo prazo médio de pagamento do financiamento de longo prazo.....	75
TABELA 35 – Distribuição das empresas segundo o custo médio do financiamento de longo prazo.....	76
TABELA 36 – Distribuição das empresas segundo o motivo de escolha do financiamento de longo prazo.....	77
TABELA 37 – Distribuição das empresas segundo o grupo de financiamento de longo prazo.....	78
TABELA 38 – Distribuição das empresas segundo planejamento de novos investimentos.....	79
TABELA 39 – Distribuição das empresas segundo motivo do investimento futuro.....	80
TABELA 40 – Distribuição das empresas segundo valor dos novos investimentos.....	80
TABELA 41 – Distribuição das empresas segundo expectativa de retorno.....	81
TABELA 42 – Descrição das formas de financiamento.....	81
TABELA 43 – Distribuição das empresas segundo valor do empréstimo caso o crédito fosse mais acessível.....	83
TABELA 44 – Finalidade dos financiamentos.....	84
TABELA 45 – Distribuição das empresas segundo o grupo de financiamento desejado.....	85
TABELA 46 – Associação entre setor de atuação e nível de endividamento.....	87
TABELA 47 – Associação entre idade da empresa e nível de endividamento...88	
TABELA 48 – Associação entre o tamanho da empresa e nível de endividamento.....	89
TABELA 49 – Associação entre a expectativa de crescimento e nível de endividamento.....	90
TABELA 50 – Associação entre o tempo de carreira e nível de endividamento..91	
TABELA 51 – Associação entre o tipo de garantia e nível de endividamento.....	92
TABELA 52 – Associação entre tempo de garantia e nível de endividamento.....	93

TABELA 53 – Associação entre setor de atuação e endividamento suportado....	94
TABELA 54 – Associação entre idade da empresa e endividamento suportado..	95
TABELA 55 – Associação entre o tamanho da empresa e endividamento suportado.....	96
TABELA 56 – Associação entre a expectativa de crescimento e endividamento suportado.....	97
TABELA 57 – Associação entre o tempo de carreira e endividamento suportado.....	98
TABELA 58 – Associação entre o tipo de garantia e endividamento suportado..	99
TABELA 59 – Associação entre tempo de garantia e endividamento suportado.	100
TABELA 60 – Associação entre setor de atuação e meta de endividamento.....	101
TABELA 61 – Associação entre idade da empresa e meta de endividamento....	102
TABELA 62 – Associação entre o tamanho da empresa e meta de endividamento.....	103
TABELA 63 – Associação entre a expectativa de crescimento e meta de endividamento.....	104
TABELA 64 – Associação entre o tempo de carreira e meta de endividamento.....	105
TABELA 65 - Associação entre o tipo de garantia e meta de endividamento.....	106
TABELA 66 - Associação entre tempo de garantia e meta de endividamento.....	107

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 Problema	15
1.2 Objetivos	16
1.3 Justificativa.....	16
2 CARACTERIZAÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO	20
3 REFERENCIAL TEÓRICO	22
3.1 Estrutura de capital.....	22
3.1.1 Modelo de Modigliani e Miller (1958)	23
3.1.2 Modelo de Modigliani e Miller (1963)	24
3.1.3 Static trade-off theory (STO)	25
3.1.4 Pecking order theory (POT) e a assimetria informacional.....	26
3.1.5 Teoria da agência	28
3.1.6 Determinantes da estrutura de capital	29
3.1.7 Governança corporativa e aderência à estrutura de capital.....	31
3.2 Abordagens recentes sobre estrutura de capital	32
3.2.1 Market timing theory ou momento de mercado.....	32
3.2.2 Abordagem da inércia gerencial	33
3.3 Estrutura de capital em pequenas empresas	34
3.3.1 Características das pequenas empresas brasileiras	34
3.3.2 Pesquisas em pequenas empresas	36
4 METODOLOGIA DE PESQUISA	45

4.1 Tipo de pesquisa quanto à abordagem.....	42
4.2 Tipo de pesquisa quanto aos fins.....	42
4.3 Tipo de pesquisa quanto aos meios.....	43
4.4 Universo da pesquisa	43
4.5 Amostra.....	44
4.6 Sujeitos de pesquisa.....	45
4.7 Instrumentos de coleta de dados	45
4.8 Técnica de nálise dos dados.....	46
4.9 Limitações da pesquisa.....	49
5. ANÁLISE DOS DADOS.....	47
5.1 Caracterização das Empresas.....	49
5.2 Descrição do Tipo de Financiamento Utilizado	64
5.3 Descrição do Tipo de Financiamento Desejado	76
5.4 Fatores Determinantes do Tipo de Financiamento Utilizado	86
6. CONCLUSÃO	109
REFERÊNCIAS.....	110
APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO DE PESQUISA	116

1 INTRODUÇÃO

Os gestores estão cada vez mais preocupados com o futuro das empresas, com a sobrevivência destas no mercado competitivo e com a obtenção de recursos para financiar seus investimentos, estes sempre visando a obtenção de um lucro posterior. Os recursos que as empresas utilizam para investir em seus projetos podem ser originados de várias fontes, como capital próprio ou de terceiros. Para Merton e Bodie (2002), a estrutura de capital é a combinação de dívidas, patrimônio próprio e outros instrumentos de financiamento utilizados pela empresa. O tema da estrutura ótima de capital ganhou relevância na área de finanças especialmente após o trabalho de Modigliani e Miller (1958), conforme Myers (1977); Titman (1988); Leland e Pyle (1977); Brasil (1997). Este trabalho veio contestar a teoria tradicional de Durand (1952), que defendia haver uma combinação ótima de dívida e capital próprio para maximizar o valor da empresa.

O artigo de Modigliani e Miller (1958) tornou-se um clássico na teoria das finanças; nele os autores afirmam que a estrutura de capital é irrelevante para determinar o valor de mercado de uma empresa, e consideram o custo médio de capital como constante para qualquer nível de alavancagem, baseado em um mercado perfeito (sem impostos, inadimplência e custos de transação). Posteriormente, em 1963, os autores publicaram um novo artigo, revisando algumas questões do primeiro e concluindo que o Imposto de Renda pago pela empresa influi na sua estrutura de capital, pois há um benefício tributário para a dívida.

Jensen e Meckling (1976) desenvolveram um trabalho que foi chamado denominado Teoria da Agência, onde analisam o comportamento da gerência do ponto de vista dos investidores, dos custos de agência e da estrutura de capital. Stiglitz (1969), Leland e Pyle (1977), Ross (1977) e Harris e Haviv (1991), por sua vez, deram ênfase à questão da assimetria de informações para explicar a estrutura de capital nas empresas. Segundo estes autores, não há uma distribuição uniforme de informações entre os gestores e investidores, pois pressupõe-se que os gestores detêm mais informações que os investidores, podendo utilizar-se destas para elevar o desempenho da empresa.

Donaldson (1961) deu início aos estudos sobre as origens das fontes de financiamento, e Myers (1984) os desenvolveu e aplicou à área de finanças. Esta teoria, conhecida popularmente como *Pecking Order Theory* (POT), ou Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento, busca explicitar uma ordem nas fontes de captação de recursos utilizadas pelas empresas (MYERS, 1984).

Recentemente surgiu a Teoria do *Market Timing*, segundo a qual as empresas tendem a buscar oportunidades no mercado, ou seja, utilizam capital próprio ou de terceiros de acordo com os custos, visando a obtenção de ganhos com flutuações do mercado. Para Baker e Wurgler (2002), os administradores definem sua estrutura de capital de acordo com o momento ou com a oportunidade, emitindo dívidas somente no momento apropriado. Para Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005), o sucesso da empresa depende diretamente do custo que ela incorre para o financiamento de seus projetos. Geralmente os riscos de um projeto são os mesmos enfrentados para os outros ativos da empresa, e o projeto suporta a mesma fração de dívida da estrutura geral. Além disso, o custo pode ser afetado por diversos fatores, como oferta, demanda, inflação na economia e oscilações de mercado.

Os fatores determinantes para a estrutura de capital nas empresas foram aos poucos ganhando relevância, e muitos pesquisadores começaram a se interessar pelo tema, dentre eles, Donaldson (1969); Myers (1977); Leland e Pyle (1977); Titman e Wessels (1988); Harris e Haviv (1991); Perobelli e Famá (2002) e Ferreira e Brasil (1997). Nestes estudos, verificaram a importância das decisões de financiamento para as operações das empresas e para a sua competitividade, flexibilidade e sobrevivência no mercado.

A maioria dos autores citados realizou suas pesquisas em grandes empresas, devido ao fato de estas possuírem um histórico de registros e demonstrações contábeis, além de divulgarem seus resultados em grandes bases de dados. Desta forma, há ainda espaço para a realização de pesquisas deste tipo em empresas de pequeno porte (EPP).

Uma vez que as EPP têm atraído pouca atenção nos estudos de finanças, e considerando sua relativa importância econômica, esta pesquisa tratará da estrutura

de capital neste tipo de empresa, buscando identificar qual financiamento é utilizado pelas empresas pesquisadas; descrever os fatores determinantes na escolha da forma de financiamento e realizar uma análise do tipo de financiamento adotado pelas empresas com as teorias de estrutura de capital existentes.

1.1 Problema

Aos estudos de Modigliani e Miller seguiram-se várias teorias sobre estrutura de capital, muitas delas visando provar a existência de uma estrutura ótima de capital que maximize o valor da empresa devido aos benefícios fiscais do endividamento. No entanto, a questão ainda gera polêmicas à medida que as empresas aumentam as dívidas, aumenta-se também o custo do capital, o risco de inadimplência, entre outros. Desta forma, o valor, equivalente a 100% de dívida, seria apenas um caso teórico, e não uma situação real, pois com o aumento dos riscos a empresa pode desvalorizar-se no mercado, e para a captação de recursos é necessário haver garantias de pagamento.

Apesar disso, as teorias existentes ajudaram a explicar as decisões de financiamento das empresas, além do comportamento dos gestores frente a estas decisões. No entanto, poucos são os estudos referentes às empresas de capital fechado, em sua maioria EPP. Destacam-se, neste caso, os estudos de Michaelas *et al* (1998), Moreira e Puga (2000), Antonialli e Oliveira (2004), Smitth (2002), Burkowski, Perobelli e Zanini (2009), Câmara, Nobre e Guimarães (2006), entre outros.

Pela relevância das decisões de financiamento para as operações da empresa e pela importância que as EPP vêm assumindo na economia do país, abre-se espaço para novos estudos que abordem os aspectos da estrutura de capital destas. A presente pesquisa teve, portanto, como tema central o estudo de estrutura de capital em pequenas e médias empresas buscando responder: como as empresas de pequeno porte (EPP) situadas em Itabira, Minas Gerais (MG), financiam seus projetos de investimento?

1.2 Objetivos

O objetivo geral da pesquisa consistiu em descrever e analisar como as empresas de pequeno porte (EPP) situadas em Itabira, MG financiam seus projetos de investimento. Para alcançá-lo foram traçados os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar o tipo de financiamento utilizado pelas empresas pesquisadas;
- b) Identificar o tipo de financiamento desejado pelas empresas que compõem a amostra;
- c) Descrever quais os atributos relevantes para as empresas pesquisadas na escolha do tipo de financiamento;

1.3 Justificativa

A estrutura de capital é um assunto de grande importância na área de finanças e, apesar de haver vários estudos abordando o tema, há muito ainda a ser pesquisado e aprofundado. Por exemplo, é possível investigar se a decisão do tipo de financiamento usado pela empresa pode levar a uma diminuição do custo de capital, propiciando a realização de mais investimentos e visando a maximização da rentabilidade para os sócios-proprietários.

A composição do capital pode também trazer algumas implicações para a empresa, tais como a diminuição da flexibilidade da empresa, devido o aumento da dívida; conflitos de interesse entre gerentes e acionistas; aumento dos riscos devido à possibilidade de não alcançar os retornos obtidos.

Burkowski (2008) defende que estudos sobre estrutura de capital, principalmente nas pequenas empresas, geralmente pouco abordadas neste contexto, são necessários para aumentar a compreensão acerca do assunto. Este trabalho visa, portanto, abordar questões referentes à estrutura de capital em empresas de pequeno porte da cidade de Itabira, MG. Optou-se por não realizar um estudo em grandes empresas devido ao grande número de pesquisas já existentes sobre o

tema. Considera-se, portanto, que uma pesquisa direcionada às EPP pode contribuir para o crescimento de estudos neste segmento.

A cidade de Itabira possui uma das maiores minas de minério de ferro do mundo, e abriga uma grande mineradora, que necessita do serviço de pequenas empresas para algumas de suas operações. Neste sentido, a escolha das EPP como tema desta pesquisa deveu-se também à sua importância econômica na cidade em questão, gerando emprego, renda e oportunidades para grande parte da população. Pela menor exigência de qualificação, estas empresas podem empregar funcionários que não conseguiriam trabalho em outras, maiores, e funcionam, portanto, também como forma de inclusão no mercado de trabalho, pois oferecem aos seus empregados treinamento e experiência, aumentando-lhes as chances de emprego em outros lugares.

Conforme dados do Instituto Brasileiro de Mineração (IBRAM), divulgados em 2011, o estado de Minas Gerais possui Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) de 0,766, inferior ao da cidade de Itabira, que é de 0,798. Este fato, ainda segundo o IBRAM, está relacionado à atividade de mineração, que estimula o desenvolvimento da cidade e das empresas que nela atuam. A tabela 1 apresenta alguns municípios brasileiros que têm a mineração como atividade econômica, comparando o seu IDH ao dos respectivos estados.

Tabela 1 – Índices de Desenvolvimento Humano (IDH) de municípios com atividade mineradora

Município	Mineral	IDH Estado	IDH Município
Itabira – MG	Ferro	0.766	0.798
Araxá – MG	Nióbio	0.766	0.798
Nova Lima – MG	Ouro	0.766	0.799
Catalão - GO	Fosfato	0.773	0.818
Cachoeiro de Itapemirim – ES	Rochas Ornamentais	0.767	0.770
Parauapebas - PA	Ferro	0.720	0.740
Barbacena - PA	Bauxita	0.720	0.769
Presidente Figueiredo - AM	Cassiterita	0.713	0.742

Fonte: IBRAM, 2011.

Verifica-se, a partir da tabela, que a cidade de Itabira tem índice de desenvolvimento relativamente alto, fato que evidencia a relevância da cidade dentro do cenário estadual e nacional, principalmente no que diz respeito à atividade de mineração, sendo este um dos fatores que contribuíram para a escolha da cidade como local para a realização desta pesquisa.

Conforme Lemes Júnior e Pisa (2010), a atenção para os pequenos negócios está crescendo dia após dia, com a maioria dos países direcionando seus recursos para este setor, pelo reconhecimento de sua importância na geração de emprego, negócios e distribuição de renda.

Conforme Esther, Cunha e Sanábio (2006), o número de pequenas empresas abertas no Brasil é superior ao de empresas abertas nos Estados Unidos e Europa; no entanto, mais da metade dessas não completa os dois primeiros anos de vida.

A presente pesquisa poderá, portanto, oferecer uma contribuição a longo prazo para a sociedade, pois o melhor gerenciamento financeiro permitirá uma maior estruturação das empresas, com análise antes da obtenção de recursos, o que pode

refletir em uma maior rentabilidade, proporcionando emprego e renda para a população.

Para o meio empresarial, a relevância da pesquisa diz respeito ao esclarecimento dos meios de financiamento de investimentos, permitindo que as empresas tomem conhecimento de outras formas de financiamentos e de práticas adotadas por outras empresas, proporcionando uma melhor estrutura de capital.

Para a academia, o presente estudo servirá como referência para novas pesquisas sobre estrutura de capital, principalmente no que diz respeito a empresas de pequeno porte.

A pesquisa estruturou-se da seguinte forma: No primeiro capítulo apresentou-se a introdução, o problema de pesquisa, os objetivos e a justificativa; o segundo trata da caracterização do estudo; o terceiro diz respeito à análise da literatura, abordando as principais teorias e trabalhos referentes ao tema proposto; o quarto apresenta a metodologia utilizada para a realização da pesquisa; por fim é apresentada a análise dos dados, seguida pelas referências e pelo questionário utilizado no levantamento dos dados.

2 CARACTERIZAÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO

A presente pesquisa foi realizada em empresas de pequeno porte situadas na cidade de Itabira, MG, localizada a 110 quilômetros de Belo Horizonte, capital do estado, e que possui a maior mina de minério de ferro a céu aberto do Brasil. A economia da cidade e os investimentos de suas principais empresas estão diretamente ligados à mineração. De acordo com dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em 2010 a cidade possuía uma população estimada de 109.783 habitantes, dos quais 34.617 possuíam vínculo trabalhista.

A renda *per capita* da cidade, de acordo dados do IBGE, era de 22.345 reais em 2007, uma renda alta se comparada àquelas de outros municípios do estado e do país. Isto se deve principalmente à grande empresa de mineração instalada na cidade, que, além de possuir muitos empregados, gera empregos indiretamente através das empresas prestadoras de serviço, em sua grande maioria pequenas empresas, que acabam contribuindo para a economia local.

Destarte, é possível dizer que a mineração é a principal atividade da cidade de Itabira, mas há ainda na cidade empresas da área de metal mecânica, comércio, serviços, dentre outras, e que contribuem para a geração de emprego e renda; isto porque a atividade de mineração demanda serviços de outras empresas para suprir parte das suas necessidades e a geração de empregos impulsiona o crescimento de outros setores.

Conforme já mencionado, a pesquisa será realizada em empresas de pequeno porte. No Brasil não há um critério único para a classificação das empresas, pois a classificação pode diferir entre órgãos diferentes, sejam eles governamentais ou não.

De acordo com Lemes Júnior e Pisa (2010) a classificação pode ser feita utilizando-se o número de empregados ou faturamento da empresa, e a diferença na adoção de critérios deve-se à diversidade de objetivos e finalidades das organizações responsáveis pela classificação. Assim, enquanto o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) realiza a classificação através do número

de funcionários, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) utiliza o critério de faturamento, como é definido pela Lei do Simples Nacional.

Com o objetivo de tornar mais simples e acessível o processo tributário das micro e pequenas empresas, o governo federal criou uma lei que estabelece um conceito próprio para estas, a Lei Complementar nº 139, de 10 de novembro de 2006, que define, em seu capítulo II, o conceito de micro e pequena empresa:

Art. 3º Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte a sociedade empresária, a sociedade simples e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que:

I - no caso de microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais);

II - no caso das empresas de pequeno porte, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais).

Assim, a presente pesquisa terá como foco as empresas, empresários ou pessoas jurídicas de pequeno porte, cuja receita bruta esteja entre R\$ 360.000,00 e R\$ 3.600.000,00, localizados na cidade de Itabira, Minas Gerais.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta os temas centrais relacionados ao desenvolvimento do trabalho: primeiro serão expostas as principais teorias sobre estrutura de capital, em ordem cronológica; em seguida, as abordagens recentes sobre o tema; por último a estrutura de capital em empresas de pequeno porte. Os conceitos e as discussões relacionados ao assunto têm o propósito de dar suporte ao estudo e aprofundar o tema proposto.

3.1 Estrutura de capital

Um recurso básico de toda empresa é a corrente de fluxos de tesouraria, emitida pelos seus ativos. Quando todos os financiamentos são próprios, estes fluxos pertencem aos acionistas, mas quando há emissão de dívidas e ações a empresa divide seus fluxos entre os detentores da dívida e os detentores das ações. Essa composição de carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa é chamada de estrutura de capital (BREALEY; MYERS, 2006).

Para Merton e Bodie (2002), a estrutura de capital é a combinação de dívidas, patrimônio próprio e outros instrumentos de financiamento. Segundo Weston e Brigham (2000), com uma análise de diversos fatores a empresa estabelece uma estrutura alvo de capital, que pode ser considerada como o *mix* de endividamento, ações preferenciais e ordinárias, com o qual a empresa planeja financiar seus investimentos.

De acordo com Vallandro, Zani e Schonerwald (2010), as empresas para financiarem seus investimentos possuem três fontes de recursos: autofinanciamento, capital de terceiros ou capital próprio. A combinação destes constitui a estrutura de capital da empresa. Uma vez decidida uma alternativa de investimento, a questão a ser observada relativamente à estrutura de capital é a forma pela qual as empresas irão financiá-los.

Desta forma, os tópicos seguintes do referencial teórico tratam das diversas teorias existentes sobre estrutura de capital, desde o trabalho de Modigliani e Miller (1958) até estudos mais recentes, além de pesquisas em pequenas e médias empresas e suas características.

3.1.1 Modelo de Modigliani e Miller (1958)

Os estudos sobre estrutura de capital anteriores ao de Modigliani e Miller (1958) defendiam a existência de uma estrutura ótima de dívidas que maximizava o valor da empresa. No entanto, estes autores desenvolveram o teorema da irrelevância de capital, considerando um mercado perfeito e livre de impostos. Neste mercado perfeito não existem custos de falência, todas as empresas da mesma classe possuem o mesmo nível de risco, e não existem impostos pessoais ou crescimento no fluxo de caixa das empresas e custos de agência.

Além disso, os autores consideram que no mercado perfeito os investidores captam recursos a taxas idênticas às da empresa, e que toda dívida é livre de risco e não há assimetria de informações, ou seja, investidores e empresa possuem o mesmo nível de informação. Com estas premissas de mercado perfeito, Modigliani e Miller (1958) consideravam a estrutura de capital (formas de financiamento) irrelevante na decisão de investimento. Para evidenciar tal resultado os autores formularam três proposições:

Proposição I: A primeira proposição é de que o valor de mercado de uma empresa independe de sua estrutura de capital, e é dado pela capitalização de retornos esperados a uma taxa K_0 , apropriada à sua classe de negócio (MODIGLIANI; MILLER, 1958. P. 268).

Esta proposição permitiu uma separação total entre as decisões de investimento e financiamento. Desta forma, o valor de uma empresa sem dívida será igual ao valor de uma empresa endividada ou com alavancagem financeira (BREALEY; MYERS, 2006). Portanto, conforme tal proposição as fontes de recursos para o financiamento da empresa são irrelevantes para a adição de valor a esta.

Proposição II: A segunda proposição pode ser considerada como uma continuação da primeira e afirma que a rentabilidade de uma empresa endividada iguala-se à taxa de capitalização de uma empresa sem dívida dentro de uma mesma classe de negócio, adicionada a um prêmio de risco proporcional ao endividamento (MODIGLIANI; MILLER, 1958). Desta forma, supõe-se que o retorno de uma empresa qualquer seja igual ao retorno de qualquer outra situada dentro da mesma classe.

Proposição III: A terceira proposição afirma que o retorno mínimo para o investimento de uma empresa é independente do tipo de financiamento utilizado (MODIGLIANI; MILLER, 1958. p. 288). Esta proposição é, portanto, uma continuação das duas anteriores, atestando que a política de financiamento é irrelevante para a estrutura de capital. Para a avaliação de investimentos, portanto, o importante para a empresa seria que sua rentabilidade fosse maior que a taxa de capitalização no mercado ou custo de capital.

Os autores sugerem que as decisões de investimento devem ser tomadas levando-se em conta a seguinte questão: o projeto, considerando seu financiamento, vai aumentar o valor de mercado da empresa? Se sim, o projeto é realizado; se não, é porque a taxa de retorno do projeto é inferior ao custo de capital da empresa.

3.1.2 Modelo de Modigliani e Miller (1963)

Em 1963 Modigliani e Miller publicaram um novo artigo, revisando algumas questões do artigo anterior, e nele mostraram que o imposto de renda pago pela empresa influi na sua estrutura de capital, pois há um benefício tributário para a dívida.

Deste modo, a empresa deveria obter o máximo de dívida para usufruir dos benefícios fiscais do endividamento. Os autores aproximaram-se então da escola tradicionalista, que afirmava existir um valor de dívida que maximiza o valor da empresa, mas consideraram os benefícios somente como uma forma de dedução de juros, e não como um fator capaz de alterar a estrutura de capital da empresa.

Desta forma as proposições originais foram mantidas, apenas com algumas alterações. De acordo com Modigliani e Miller (1963), a Proposição I, consideram-se os impostos, diz que o valor de uma empresa alavancada será o valor de uma empresa não alavancada da mesma classe de negócios, mais o ganho gerado pelo benefício fiscal. Como o benefício fiscal eleva-se com endividamento, a empresa pode aumentar seu fluxo de caixa total ao reduzir impostos, e seu valor substituindo capital próprio por dívidas.

Ainda segundo Modigliani e Miller (1963), a proposição II passaria a afirmar que o custo de capital próprio de uma empresa alavancada aumenta à medida que aumenta o endividamento, mas não de maneira matematicamente exata; devido à existência de Imposto de Renda, esse aumento se dará de maneira menos acentuada do que sugeria o modelo original dos autores.

Com o benefício fiscal, os ganhos do endividamento serão maiores do que o aumento do custo de capital próprio, fazendo com que a utilização de alavancagem financeira altere o valor da empresa.

Devido às alterações no modelo de Modigliani e Miller e após serem observadas novas imperfeições no mercado, a estrutura de capital ganhou relevância para as empresas, o que levou ao desenvolvimento de novas teorias, com destaque para dois eixos de pesquisa: a arbitragem estática (*Static Trade-Off Theory- STO*) e o financiamento marginal (*Pecking Order Theory- POT*).

3.1.3 Static trade-off theory (STO)

De acordo com a teoria de *trade-off*, as empresas procuram manter uma estrutura meta de capital que maximiza o valor da firma. Tanto a teoria de *trade-off* como a teoria de *pecking order* possuem intersecção com outras, como a teoria da agência e assimetria de informações (MINARDI; SANVICENTE, 2009).

Muitas empresas adotam a estratégia de utilizar a dívida em vez do patrimônio líquido para financiamento de seus investimentos; a dívida proporciona o benefício

tributário, pois as despesas com juros são dedutíveis dos impostos e podem forçar os administradores a serem mais disciplinados nas opções de investimento. Mas a dívida também oferece custos: aumenta o risco de falência pelo não cumprimento das obrigações e aumenta os conflitos entre financiadores e investidores, além de perdas na flexibilidade para financiamentos futuros. Estas discordâncias entre os benefícios e custos da dívida são chamadas de *trade-offs* (DAMODARAN, 2004).

De acordo com Sirihal e Melo (1999), a estrutura ótima de capital é alcançada em função do fato de que até um determinado limite o endividamento propiciaria ganho de valor para as empresas, e a partir dele a situação se inverteria. As causas destes ganhos e perdas associados ao endividamento foram verificadas em diversos estudos, e são resumidas na seguinte figura:

Figura 1 - *Trade-off* entre dívidas e capital próprio

VANTAGENS DO ENDIVIDAMENTO	DESVANTAGENS DO ENDIVIDAMENTO
<p>① BENEFÍCIO FISCAL</p> <p>As despesas de juros são fiscalmente dedutíveis. Quanto maior a taxa de impostos, maior o benefício.</p>	<p>① CUSTOS DE BANCARROTA</p> <p>Quanto maior o endividamento, maior o fluxo de juros a pagar, maior o risco financeiro, maior o custo das dívidas.</p>
<p>② DISCIPLINA</p> <p>Quanto maior a separação entre gerentes e acionistas, maior o benefício do endividamento.</p>	<p>② CUSTOS DE AGÊNCIA</p> <p>Custos de monitoramento e custos de oportunidade por causa de cláusulas restritivas.</p>

Fonte: Sirihal e Melo (1999).

O objetivo da empresa é escolher a melhor relação entre capital próprio e de terceiros, principalmente devido aos custos de falência e outros encargos associados a uma situação de dificuldade financeira. Portanto não costuma manter volumes elevados de dívidas em sua estrutura de capital.

3.1.4 Pecking order theory (POT) e a assimetria informacional

O trabalho de Donaldson (1961) pode ser considerado como o início do estudo sobre as origens das fontes de financiamento, mas foi Myers (1984) quem os desenvolveu e aplicou à área de finanças. Esta teoria, conhecida popularmente

como *Pecking Order Theory* (POT), ou Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento, busca explicitar uma ordem nas fontes de captação de recursos utilizadas pelas empresas (FERREIRA; BRASIL, 1997).

Segundo Ferreira e Brasil (1997), a abordagem do *pecking order* procura explicar o comportamento financeiro das empresas de uma maneira distinta da que vinha sendo tratada pelos teóricos de finanças, desviando-se da discussão sobre a existência ou não de um ponto ótimo que maximiza o valor da empresa, e que é estabelecido como estrutura de capital alvo, e procurando compreender o comportamento das empresas por meio do estabelecimento de uma hierarquização ou ordenação da utilização de fontes de recursos.

Para os autores, nesta hierarquização o autofinanciamento aparece como fonte de recursos predileta das empresas, seguido pelos títulos negociáveis em seu poder. Por último a empresa recorre a fontes externas, partindo das consideradas mais seguras. As dívidas são utilizadas primeiro, seguidas de títulos híbridos, como dívidas conversíveis, e por último o recurso da emissão de ações é acionado.

A teoria do *pecking order* começa com a afirmação da existência de informações assimétricas, ou seja, os administradores detêm mais informações sobre as perspectivas, riscos e valores de suas empresas do que investidores externos. Destarte tais informações afetam a escolha entre financiamentos externos e internos, emissões de títulos de dívida e de capital próprio, levando a uma ordem de preferência onde primeiramente usam-se fundos internos, depois novas emissões de dívidas e, por fim, novas emissões de capital próprio (BREALEY; MYERS, 2006).

Santana e Turolla (2002) concordam com os autores e afirmam que quando a empresa tenta buscar recursos para aproveitar as oportunidades de investimento isto ocorre segundo uma seqüência específica, definida na abordagem *pecking order*: Primeiro trabalha com os recursos internos, oriundos da folga financeira, e só depois busca os recursos externos. Ao utilizar-se de recursos externos, a empresa emitirá dívidas e, em último caso, ações. Ou seja, diferentemente da abordagem de *static trade-off*, neste caso não se considera uma meta de utilização de dívida para maximizar o valor da empresa; esta simplesmente seguirá uma ordenação nas

fontes de captação de recursos à medida que apareçam oportunidades de investimento.

De acordo com Leland e Pyle (1977), há uma grande divergência de informações entre compradores e vendedores em numerosos mercados, principalmente nos mercados financeiros. Para Brasil (1998), existe uma diferença entre as informações disponíveis aos gerentes e aos investidores, e os primeiros detêm mais informação que os últimos. A assimetria informacional parte do princípio de que os administradores necessitam de informações privilegiadas, as quais os investidores não podem possuir, pois os administradores atuam diretamente no negócio da empresa.

3.1.5 Teoria da agência

Jensen e Meckling (1976) são considerados pioneiros da chamada Teoria da Agência, tendo realizado um trabalho em que analisaram o comportamento da gerência do ponto de vista dos investidores, dos custos de agência e da estrutura de capital. Os autores afirmaram que as decisões tomadas pelos agentes (gerentes) afetam o custo da empresa, interferindo em seu valor. Brasil (1997) aponta os conflitos entre acionistas e administradores ou acionistas e credores de uma empresa como problemas de agência; neste caso, os administradores seriam os “agentes” dos seus donos ou proprietários (acionistas).

De acordo com Assaf Neto (2009), a manutenção de dívidas na estrutura de capital de uma empresa pode gerar conflitos entre agentes, credores e acionistas, e quanto maior o endividamento mais acentuado é o conflito, resultando em custos de agência para os agentes tomadores de recursos.

Na utilização de capital de terceiros por uma empresa surgem conflitos de interesse entre acionistas e credores, o que muitas vezes leva os primeiros a assumirem estratégias egoístas. Estes conflitos, frequentes quando a dificuldade é financeira, impõem custos de agência à empresa (ROSS, WESTERFIELD; JAFFE, 2009).

Bodie e Merton (2002) expõem que estes custos de agência podem consistir na negação de empréstimos subsequentes ou no aumento do custo de empréstimos futuros. Os credores costumam também proteger a si mesmos, criando cláusulas que limitam a capacidade de alterar significativamente seus riscos econômicos e financeiros. Com esta medida o credor pode controlar o risco, e assim proteger-se de consequências adversas geradas pelos problemas de agência.

3.1.6 Determinantes da estrutura de capital

Com as várias teorias de estrutura de capital existentes, muitos estudos visaram testar empiricamente suas variáveis determinantes. Titman e Wessels (1988) foram pioneiros neste ramo ao pesquisar o mercado americano. Posteriormente vários outros estudos foram realizados em diversos países, mas os atributos determinantes geralmente citados na literatura são aqueles mais comuns, encontrados em diversos estudos.

Titman e Wessels (1988) definiram como atributos ou variáveis determinantes para o endividamento: a estrutura dos ativos da empresa (colaterais); o usufruto de outros benefícios fiscais, não gerados pelo endividamento; a expectativa de crescimento da empresa; a singularidade da empresa; a classificação da empresa no setor; o tamanho da empresa; a volatilidade de seus resultados operacionais; a lucratividade. Estes estão especificados a seguir.

Estrutura do ativo / tangibilidade / grau de colaterais: este atributo relaciona-se com a decisão de financiamento da empresa, pois os ativos desta podem ser usados como colaterais na captação de recursos. Empresas com uma maior estrutura de ativos tangíveis podem obter mais dívidas, pois têm mais garantias (ativos de maior valor colateral), e conseqüentemente menor custo de capital de terceiros (RAJAN; ZINGALES, 1995, CHEN; XUE, 2004).

Outros benefícios fiscais, não gerados pelo endividamento: empresas que contam com benefícios fiscais oriundos da depreciação e empresas com subsídios deveriam ter menos incentivo ao endividamento, pois beneficiam-se menos do incentivo fiscal gerado pelo pagamento de juros (PEROBELLI; FAMÁ, 2002).

Expectativa de crescimento: Kaio e Famá (1997) mostraram que empresas com grande potencial de crescimento tendem a ter elevados custos de agência, conseqüentemente elevando o custo da dívida. Neste sentido tais empresas deveriam utilizar o capital próprio para financiar seus projetos.

Singularidade da empresa: empresas com alto grau de singularidade (que geram alto custo para a sociedade quando liquidadas), que encontram dificuldades para desfazer-se de seus ativos, devem adotar políticas mais conservadoras, evitando risco de falência e conseqüentemente o endividamento (PEROBELLI; FAMÁ, 2002).

Classificação da empresa no setor: empresas que utilizam equipamentos e serviços mais especializados (remetendo ao caráter singular da atividade) deveriam ter um nível de endividamento menor (PEROBELLI; FAMÁ, 2002).

Tamanho da empresa: espera-se que empresas maiores tenham mais facilidade de captação, pois possuem mais ativos para fornecer como garantias. Portanto, estas tendem a utilizar mais o endividamento, optando por um período de longo prazo para o pagamento; empresas menores tendem a utilizar prazos curtos (TITMAN; WESSELS, 1988; CHEN; XUE, 2004).

Volatilidade de resultados operacionais: empresas que possuem muita volatilidade em seus resultados operacionais (maior risco) deverão adotar políticas mais moderadas em relação ao endividamento, visando não aumentar o risco financeiro. Empresas com operações mais estáveis poderão adotar um nível maior de endividamento (TITMAN; WESSELS, 1988).

Lucratividade: de acordo com a teoria do *pecking order* de Myers (1984), as empresas seguem a seguinte ordem para a captação de recursos: lucros retidos, endividamento e ações. Empresas mais lucrativas tendem a ser menos endividadas, pois utilizam os lucros retidos no lugar de dívidas para seus investimentos. Por outro lado, Kayo e Famá (1997) expõem que os custos de agência do capital próprio têm relação com o fluxo de caixa livre obtido após o financiamento de todos os projetos, com valor presente líquido positivo. Desta forma, quanto maior a lucratividade da

empresa e seu fluxo de caixa livre, mais discreto será o comportamento do gestor. A obtenção de dívidas seria adequada para este caso, visando a diminuição do fluxo de caixa livre e dos custos de agência da utilização de capital próprio, conforme a teoria da agência de Jensen e Meckling (1976).

Além destes já citados, há pesquisas que defendem a inclusão da governança corporativa como um dos atributos/determinantes da estrutura de capital. Isto pelo fato de que a boa gestão da empresa e a confiança nos administradores e informações fornecidas pode interferir na captação de recursos.

3.1.7 Governança corporativa e aderência à estrutura de capital

Nos últimos anos inúmeras foram as pesquisas relativas à estrutura de capital e governança corporativa, sendo possível citar os trabalhos de Perobelli *et. al* (2005), Silva, Famá e Martelane (2007) e Silva *et. al* (2007). A maioria das pesquisas realizadas converge para os mesmos resultados, de que é imprescindível a utilização de boas práticas de governança para a gestão dos negócios da empresa e para a capitalização de recursos, pois se entende que empresas bem geridas têm capacidade de honrar com seus compromissos.

A reforma na Lei das Sociedades Anônimas (S.A) (Lei 10.303/2001) introduziu dispositivos sobre estrutura de capital, administração e direitos dos não-controladores, além de fortalecer o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), visando o destaque de empresas com melhores práticas, que colaboram para o fortalecimento do mercado de capitais e o tornam mais atrativo a investidores nacionais e estrangeiros (SILVA *et. al* 2009).

Na prática da governança corporativa , têm-se destacado o papel desempenhado pelo conselho de administração da empresa no controle de atividades dos executivos, buscando diminuir conflitos internos e aliar interesses de executivos e acionistas (SILVEIRA, 2004).

De acordo com Silveira, Perobelli e Barros (2008), são diferentes os argumentos que justificam a inclusão do atributo de qualidade da governança corporativa entre os possíveis determinantes da estrutura de capital das empresas: a qualidade da governança corporativa influencia as decisões de estrutura de capital a partir do momento em que empresas com maior qualidade de governança desfrutam de condições mais favoráveis de captação de recursos.

No entanto a própria estrutura de capital da empresa funciona como um mecanismo de governança corporativa na medida em que o financiamento atua de forma disciplinadora, fazendo com que os administradores forneçam informações atualizadas aos investidores (WILLIAMSON, 1996).

Portanto, a qualidade da governança corporativa interfere na estrutura de capital da empresa através do meio que esta utilizará para capitalizar recursos, mas também através do índice de governança, pois este avalia o nível de endividamento da empresa e suas garantias de pagamento.

3.2 Abordagens recentes sobre estrutura de capital

A seguinte seção do trabalho consiste em uma explicação de outros métodos utilizados pelas empresas na escolha do financiamento.

3.2.1 *Market timing theory* ou momento de mercado

Baker e Wurgler (2002) desenvolveram a teoria de *market timing*, ou janelas de oportunidades de mercado, que pode ser entendida como a prática de emissão de ações quando os preços estão elevados, seguida de sua recompra quando estes estão baixos. O objetivo desta prática seria obter ganhos com as possíveis flutuações do custo de capital próprio, comparadas ao custo de outras fontes de capital. Desta forma, os administradores usariam momentos de mercado específicos e oportunos para formar a estrutura de capital da empresa (VALLANDRO; ZANI; SCHONERWALD, 2010).

O foco da teoria de *market timing* está nas condições externas do mercado de dívidas e ações, com a empresa utilizando-se de emissões e recompra de ações em momentos favoráveis. Desta forma não haveria estrutura de capital ótima, mas sim adequada ao momento, que seria o resultado das tentativas de encontrar um *timing* de mercado de ações e dívidas (ROCHA, 2009).

Minardi e Sanvicenti (2009) desenvolveram um trabalho sobre a decisão de estrutura de capital em empresas brasileiras, com uma amostra de 370 empresas, chegando à conclusão de que a maior parte das empresas seleciona a forma de financiamento conforme a situação de mercado, ou seja, de acordo com a teoria de *market timing*. Jiménez (2007) realizou um trabalho empírico no período de 1996 a 2006, também encontrando evidências da preferência das empresas pela utilização da forma de financiamento de acordo com oportunidades do mercado.

3.2.2 Abordagem da inércia gerencial

Conforme a abordagem da inércia gerencial, a valorização das ações de uma empresa implica em um aumento do valor de mercado do capital próprio desta, refletindo em uma queda do endividamento que siga os valores de mercado – caso as ações sofram desvalorização ocorre o efeito inverso, ou seja, uma elevação das dívidas. No entanto, de acordo com os modelos de *trade-off*, estas mudanças tendem a ser rapidamente equilibradas pela empresa (ROCHA, 2009).

Segundo Welch (2004), a partir da avaliação do desempenho acionário de uma grande quantidade de empresas americanas, o principal determinante da estrutura de capital a valores de mercado é o próprio desempenho acionário (abordagem da inércia gerencial). Isto não é, no entanto, um fator absoluto, pois os determinantes de estrutura de capital encontrados na literatura podem já estar relacionados ao desempenho acionário, tornando-se enviesada qualquer análise feita até então.

Com o referencial teórico exposto até aqui procurou-se expor a evolução das teorias sobre estrutura de capital. Apesar da apresentação de muitas teorias, não há um consenso no meio acadêmico com relação à eficiência de uma destas sobre as demais, e vários estudos ainda estão sendo realizados sobre o tema.

A seção seguinte deste referencial trata especificamente da estrutura de capital nas empresas foco deste estudo, as EPP, buscando evidenciar suas características e algumas das principais pesquisas já realizadas.

3.3 Estrutura de capital em pequenas empresas

Como já mencionado, a maioria das pesquisas em estrutura de capital é realizada em grandes empresas, geralmente de capital aberto, devido à facilidade de análise de demonstrações contábeis, e por possibilitarem a análise histórica, pois divulgam seus resultados em grandes bases de dados. No entanto, ainda que de forma isolada, alguns autores vêm se dedicando a estudar a estrutura de capital em pequenas empresas, mas estes não constituem ainda um número significativo.

Esta seção do referencial trata das características das pequenas empresas, com intuito de descrever variáveis que possam constituir determinantes de sua estrutura de capital, visto que estas possuem características que as diferem das grandes empresas, devendo, portanto, ser tratadas separadamente. Além disso, esta seção trata de apresentar as pesquisas já realizadas sobre o assunto, buscando expor os resultados obtidos e dar estrutura à escolha das variáveis do presente estudo.

3.3.1 Características das pequenas empresas

As pequenas empresas são importantes para a geração de emprego e renda para a população tanto em pequenas como em grandes cidades, e contribuem para o desenvolvimento econômico de seus municípios, onde os pequenos negócios são geralmente responsáveis por sustentar as economias locais através de setores como comércio, prestação de serviços e pequenas indústrias (LEMES JÚNIOR; PISA, 2010).

Conforme Longenecker, Moore e Petty (1997) as pequenas empresas contribuem inquestionavelmente para o desenvolvimento da nação, produzindo parte substancial da produção de bens e serviços, fornecendo novos empregos, introduzindo inovações, estimulando a competição e, auxiliando as grandes empresas a produzir bens e serviços.

Não obstante, as EPP brasileiras enfrentam grandes desafios para a obtenção de capital devido aos problemas de gestão no início de suas operações, pois muitas vezes há documentações incompletas para a obtenção de financiamento e baixo volume de bens para a garantia na obtenção do empréstimo. Desta forma, a primeira fonte de capital disponível para a realização de investimentos das pequenas empresas é o capital próprio (LEMES JÚNIOR; PISA 2010).

Apesar da larga utilização de capital próprio para realização de seus investimentos, o capital de terceiros é aquele que permite aumentar o nível de operação da empresa e sua expansão quando não há recursos internos suficientes (ASSAF NETO, 2009).

Um dos grandes problemas enfrentados pelas EPP refere-se a pouca disponibilização de informações ao mercado, na forma de dados contábeis e financeiros. Isto leva a uma redução na confiabilidade e credibilidade da empresa. Outro fator relevante para a obtenção de financiamento é a estrutura das EPP, geralmente empresas familiares ou controladas somente por um dono, e conseqüentemente sem uma organização de governança corporativa (SMITTH, 2002).

Smitth (2002) aponta como as principais diferenças entre pequenas e grandes empresas a incerteza sobre o futuro, a assimetria informacional, a intangibilidade dos ativos e as condições financeiras e mercadológicas, além dos canais de financiamento. Cada uma destas diferenças está especificada a seguir:

- Incerteza sobre o futuro: segundo o autor, um dos principais problemas desta definição está na confusão entre incerteza e desconhecimento; em muitos casos o empresário desconhece o nível de risco das opções de investimento e as aceita como válidas, buscando viabilizar investimentos junto a intermediários.
- Assimetria informacional: de acordo com Brasil (1997) muitos dos conflitos existentes nas empresas ocorrem entre os controladores e os gestores e devem-se, na maioria das vezes, à assimetria de informações; os gestores da empresa tendem a possuir maior número de informações internas da empresa em assuntos referentes

ao mercado, concorrência e informações para a tomada de decisões. Smith (2002) afirma que estes conhecimentos dos gestores são inerentes ao seu cargo, frutos de estudo e análise, além de interação com diferentes canais de comunicação. Ainda segundo o autor, nas empresas de pequeno porte a assimetria de informações tende a ser maior, devido ao baixo volume de informações disponíveis, pouco histórico e reduzida performance comprovada. Esta característica é, portanto, decisiva na tomada de decisão de financiamento.

- Intangibilidade dos ativos: segundo Titman e Wessels (1988) espera-se que empresas maiores tenham mais facilidade de captação de recursos, pois possuem mais ativos para fornecer como garantias. De acordo com Smith (2002), os ativos das empresas são compostos pelos ativos reais (máquinas, prédios e instalações) e os intangíveis (marcas, patentes, opções de investimento futuro, entre outros), sendo que nas pequenas empresas ou empresas em estágio inicial os ativos intangíveis representam a quase totalidade dos bens da empresa, e a previsibilidade de retornos é prejudicada pela inexistência de valor real dos bens.
- Condições financeiras e mercadológicas: o desenvolvimento de uma empresa e seu crescimento está relacionado às condições financeiras e mercadológicas do negócio – quanto menor o tempo histórico do negócio e da performance, maior a sua taxa de risco no mercado e o custo para a captação de financiamento. Este é particularmente o caso das pequenas e médias empresas (SMITTH, 2002).

3.3.2 Pesquisas em pequenas empresas

As pesquisas de estrutura de capital em pequenas empresas trabalham em sua maioria com os mesmos objetivos daquelas realizadas nas grandes empresas, ou seja, buscam evidenciar os determinantes da estrutura de capital, o nível de endividamento ótimo, a opção por uma das teorias existentes e a seqüência das fontes de financiamento escolhida pela empresa.

Dentre as pesquisas realizadas sobre o tema destaca-se os trabalhos de Antonialli e Oliveira (2004); Smith (2002); Michaelas *et al.* (1998); Burkowski, Perobelli e Zanini (2009); Câmara, Nobre e Guimarães (2006); Moreira e Puga (2000). Segue uma descrição sucinta das pesquisas realizadas por estes autores e seus respectivos resultados.

O trabalho de Antonialli e Oliveira (2004) teve como objetivo identificar e caracterizar as empresas agroindustriais em relação à estrutura de capital, e para tanto o autor utilizou uma amostra de 69 empresas agroindustriais do sul de Minas Gerais, aplicando um questionário para a coleta de dados.

De acordo com Antonialli e Oliveira (2004), as pequenas empresas não estão utilizando a estrutura de capital para geração de valor para a empresa; a estrutura de capital foi trocada pela taxa média de retorno, e há uma preferência pela utilização de capital próprio em detrimento do capital de terceiros, pois são consideradas altas as taxas de mercado. Desta forma, os autores concluem que as decisões financeiras da empresa estão mais relacionadas às oportunidades do mercado do que a uma combinação ótima de dívidas e capital próprio.

Os resultados obtidos na pesquisa corroboram com a teoria de *market timing*, cujo foco, segundo Vallandro, Zani e Schonerwald (2010), é a obtenção de ganhos com possíveis flutuações do custo de capital próprio, comparadas ao custo de outras fontes de capital. Ou seja, a teoria analisa as condições externas de mercado em busca de um momento oportuno para a captação de recursos.

Smith (2002) pesquisou o processo utilizado por empresários de pequenas e médias empresas para a escolha da forma de financiamento com foco no crescimento. Para tanto o autor realizou pesquisa de campo em 25 pequenas e médias empresas através da aplicação de um questionário.

Os resultados da pesquisa apontaram que a maioria das empresas opta por utilização de dívidas para lidar com a hipótese de crescimento, e que o custo de captação foi o elemento mais representativo na escolha da modalidade de financiamento. Apontam ainda a existência de problemas de assimetria de informação, devido à falta de práticas de governança corporativa. Como vantagens apresentadas pelo uso de capital de terceiros foram observados o apoio estratégico do investidor, a profissionalização da empresa e a reputação trazida pelo investidor.

Os resultados da pesquisa de Smith (2002) apresentam semelhanças com aqueles encontrados por Antonialli e Oliveira (2004) no que diz respeito à apresentação do

custo do capital como fator de maior relevância para a obtenção de recursos, e neste sentido ambos os resultados corroboram a teoria do *market timing*. Conforme Rocha (2009), a teoria não trabalha com a existência de uma estrutura ótima de capital, e sim uma estrutura de capital adequada ao momento e relacionada ao custo da dívida.

Smith (2002) também apontou a existência de problemas de assimetria de informação, que em seu trabalho relacionam-se à falta de governança corporativa. Evidencia-se, portanto, a relação de uma boa governança com a estrutura de capital.

Conforme Silva *et al.* (2007), é preciso que haja uma gestão eficiente dos negócios para haver facilidade na obtenção de recursos, pois empresas bem geridas, com informações atualizadas, passam maior confiança aos investidores e têm melhores condições de honrar seus compromissos.

Michaelas *et al.* (1998) estudaram aspectos relacionados à estrutura de capital em pequenas empresas britânicas, concluindo a existência de questões relativas à teoria de *pecking order*. Entretanto, os autores ressaltaram que os gestores têm papel importante na obtenção destes recursos. De acordo com Myers (1984), segundo esta teoria a empresa segue uma ordem para a obtenção de recursos, utilizando como primeira alternativa o capital próprio e por último a emissão de dívidas. O papel encontrado pela pesquisa para o gestor pode estar relacionado à assimetria de informações. Conforme Brealey e Myers (2006), esta teoria parte do pressuposto de que existem informações assimétricas, ou seja, os administradores detêm mais informações sobre o mercado, riscos e sobre a empresa do que os investidores, e estas informações afetam a forma de obtenção de recursos.

Moreira e Puga (2000) pesquisaram sobre os determinantes do padrão de financiamento para o desempenho macroeconômico dos países, trazendo a discussão para a realidade brasileira e buscando demonstrar a forma escolhida para o financiamento nas empresas aqui situadas, comparando-as às de outros países. Os autores utilizaram uma amostra extensa de empresas de capital aberto, 4.312 ao todo, em diferentes países, e realizaram uma análise do balanço e do Imposto de Renda das empresas nos anos de 1995, 1996 e 1997. A TAB. 2 apresenta os

resultados da decomposição do padrão de financiamento das empresas, bem como os indicadores de intensidade do capital, desempenho e endividamento, agrupados por porte das firmas e pela propriedade do capital (nacional ou estrangeiro).

Tabela 2 - Características da empresas brasileiras – 1995/1997

Empresas	Nº empresas	Intensidade do capital	Indicadores de Performance (%)				Indicadores de Endividamento			Padrão de Financiamento (%)		
			Lucro/ativo	Lucro/PL	Crescimento Vendas Ativos	Dívida / PL	Dívida de Longo Prazo/ PL	Dívida de longo prazo/ Dívida	Interno	Dívida	Ações	
Nacionais												
MPE's	1.888	0,75	5,81	8,69	10,67	21,58	1,38	0,29	0,16	63	20	17
Médias	1.376	0,85	4,82	6,65	7,47	18,36	1,38	0,39	0,23	48	29	23
Grandes	671	1,17	5,28	8,17	7,09	16,38	1,16	0,38	0,28	44	30	26
<i>Total</i>	<i>3.935</i>	<i>0,85</i>	<i>5,38</i>	<i>7,89</i>	<i>8,94</i>	<i>19,57</i>	<i>1,35</i>	<i>0,34</i>	<i>0,21</i>	<i>54</i>	<i>25</i>	<i>21</i>
Estrangeiras												
MPE's	54	0,85	8,02	11,36	16,68	18,94	1,15	0,41	0,20	75	20	5
Médias	124	1,01	5,90	8,63	13,09	16,11	1,17	0,32	0,20	63	20	17
Grandes	199	1,02	7,22	10,59	9,82	17,12	1,00	0,30	0,25	60	23	17
<i>Total</i>	<i>377</i>	<i>0,99</i>	<i>6,90</i>	<i>10,06</i>	<i>11,88</i>	<i>17,05</i>	<i>1,08</i>	<i>0,32</i>	<i>0,23</i>	<i>63</i>	<i>21</i>	<i>15</i>
Todas												
MPE's	1.942	0,75	5,88	8,76	10,84	21,51	1,38	0,29	0,16	63	20	17
Médias	1.500	0,86	4,91	6,81	7,94	18,17	1,37	0,38	0,23	50	28	23
Grandes	870	1,13	5,72	8,73	7,71	16,55	1,13	0,36	0,28	48	29	24
<i>Total</i>	<i>4.312</i>	<i>0,87</i>	<i>5,51</i>	<i>8,08</i>	<i>9,20</i>	<i>19,35</i>	<i>1,32</i>	<i>0,34</i>	<i>0,21</i>	<i>55</i>	<i>25</i>	<i>20</i>

Fonte: Moreira e Puga (2000).

Conforme exposto na tabela, não há grande diferença entre os níveis de endividamento de empresas nacionais e estrangeiras, e os recursos internos ou capital próprio constituem o principal meio de obtenção de capital também para ambas, seguidos pela dívida e pela emissão de ações. Sob este aspecto a pesquisa condiz com a teoria de *pecking order*, já apresentada no trabalho de Michaelas *et al.* (1998).

O trabalho de Câmara, Nobre e Guimarães (2006) também apresenta aspectos que corroboram a teoria de *pecking order* e teve como objetivo determinar os níveis de endividamento das pequenas empresas e sua consequente estrutura de capital. Para a realização da pesquisa os autores utilizaram uma amostra de 25 empresas e coletaram dados através de demonstrações contábeis, e os resultados encontrados mostram que a teoria de capital aplicada às EPP não condiz com aquela referente às grandes empresas; verificou-se, neste caso, restrições ao uso da dívida e preferência na utilização de recursos próprios.

Conforme Câmara, Nobre e Guimarães (2006), um ponto relevante em suas conclusões refere-se ao nível de endividamento das pequenas empresas pesquisadas, em número próximo de zero: 40% das empresas não possuíam nenhum tipo de dívida e 80% não possuíam dívida de longo prazo. Os resultados da pesquisa apontam semelhanças com a teoria de *pecking order*, pois, conforme Ferreira e Brasil (1997), as empresas tendem a buscar o autofinanciamento, evitando a captação de recursos externos, estes sendo utilizados somente quando esgotam-se as alternativas.

Burkowski, Perobelli e Zanini (2009) analisaram a estrutura de capital de 99 pequenas empresas, com dados coletados através de questionários, com o objetivo de determinar as características desejadas de financiamento e a relação entre atributos da empresa ou do gestor e os financiamentos desejados.

Os resultados da investigação apontaram o custo como o fator mais importante na escolha do financiamento, seguido de instrumento, condições e garantia, evidenciando aspectos relativos à teoria de *pecking order* e adequação de outras teorias de estrutura de capital. Destarte estes resultados assemelham-se àqueles apresentados por Michaelas *et al.* (1998), Moreira e Puga (2000) e Câmara, Nobre e Guimarães (2006), pois apresentam relação com a hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order*).

Ressalta-se que a maioria das pesquisas citadas foi realizada com uma amostra pequena, exceto o trabalho de Moreira e Puga (2000) que pesquisaram 4.312 empresas em diferentes países. Além disso, devido às características das empresas pesquisadas, a aplicação de questionário foi o principal método utilizado para coleta de dados.

Os resultados das pesquisas foram semelhantes, e verificou-se que o custo do capital é um dos principais fatores determinantes para a escolha do meio de captação de recursos, seguido de instrumentos e garantias. Foram encontrados aspectos referentes à teoria de *pecking order*, assimetria de informações e *market timing*. Além disso, as pesquisas indicaram que as empresas normalmente optam

pela utilização de capital próprio em detrimento da obtenção de dívidas, devido ao custo do financiamento e aos conflitos gerados por elas.

4 METODOLOGIA DE PESQUISA

Segundo Fachin (2003), o método é um instrumento que proporciona aos pesquisadores a orientação para o planejamento da pesquisa, formulação das hipóteses, realização de experiências e interpretação de resultados. Ainda de acordo com a autora, para que o pesquisador possa conhecer, agir e realizar adequadamente o estudo todos os trabalhos devem dispor de procedimentos metodológicos. Nesta seção serão apresentados os aspectos metodológicos utilizados para o desenvolvimento deste trabalho.

4.1 Tipo de pesquisa quanto à abordagem

O presente estudo utilizou abordagem quantitativa.

De acordo com Richardson (1999), a principal diferença entre as abordagens quantitativa e qualitativa é que a primeira emprega instrumentos estatísticos para a análise e coleta dos dados. Segundo Beuren (2004) a pesquisa quantitativa não busca o aprofundamento dos fenômenos, pois seu interesse está no comportamento geral dos acontecimentos.

Para a coleta e análise dos dados da pesquisa empregou-se métodos estatísticos, com o propósito de numerar e medir unidades. Este estudo buscou analisar o tipo de financiamento adotado nas empresas da amostra; o financiamento desejado; os fatores determinantes para a escolha do tipo de financiamento e sua relação com as teorias de estrutura de capital existentes.

4.2 Tipo de pesquisa quanto aos fins

Quanto aos fins, a presente pesquisa pode ser definida como descritiva.

Na visão de Diehl e Tatim (2006), a pesquisa descritiva tem como objetivo principal descrever as características de determinada população ou fenômeno ou as relações entre determinadas variáveis. Uma das características principais deste tipo de

pesquisa é a utilização de técnicas padronizadas para a coleta de dados. Entretanto, Andrade (2002) destaca que esta consiste em observar os fatos, analisá-los, registrá-los, classificá-los e interpretá-los sem que o pesquisador interfira neles.

Desta forma, a presente pesquisa buscou descrever como as empresas pesquisadas financiam seus projetos de investimento sem interferir nos dados obtidos.

4.3 Tipo de pesquisa quanto aos meios

O presente trabalho constitui uma pesquisa de campo.

Para Jung (2004, p. 160), “a pesquisa de campo tem por finalidade coletar dados que estejam necessariamente sob a ação de variáveis presentes no local.” De outra forma, para Marconi e Lakatos (2005, p. 188) “a pesquisa de campo consiste na observação de fatos e fenômenos tal como ocorrem espontaneamente, na coleta de dados a eles referentes e no registro de variáveis que se presumem relevantes, para analisá-los.”

O que permite a caracterização deste trabalho como pesquisa de campo é o fato de a pesquisa ter sido realizada no campo em que ocorre o fenômeno, ou seja, foram coletados os dados no ambiente produtivo das empresas selecionadas, a fim de buscar informações que permitissem alcançar os objetivos de pesquisa.

4.4 Universo da pesquisa

O universo da presente pesquisa é composto por 2.925 empresas de pequeno porte ativas do município de Itabira, MG – número fornecido pela Junta Comercial do Estado de Minas Gerais (JUCEMG), no mês de setembro de 2011.

Marconi e Lakatos (2005, p. 41) entendem que a população ou universo é “o conjunto de seres animados ou inanimados que apresentam pelo menos uma característica em comum.” Beuren (2004, p. 118) corrobora a opinião dos autores e

afirma que a “população ou universo da pesquisa é a totalidade de elementos que possui certa paridade nas características definidas para determinado estudo.”

Desta forma, o universo da presente pesquisa é composto por todas as EPP ativas em Itabira, MG, e foi escolhido devido ao âmbito quantitativo do estudo.

4.5 Amostra

De acordo com Diehl e Tatim (2006, p. 64), a “amostra é uma porção ou parcela da população convenientemente selecionada.” A amostra da presente pesquisa é definida como probabilística, do tipo aleatória simples.

Conforme Hair Jr. *et al.* (2005) esse é um método direto de amostragem onde cada elemento do universo terá iguais chances de ser selecionado. Cooper e Schindler (2003) afirmam que na amostragem aleatória simples todos os elementos do universo têm uma chance conhecida e igual de serem selecionados.

O cálculo amostral foi realizado utilizando-se a fórmula de dimensionamento conservador para populações de amostra de tamanho finito. Conforme Hair *et al.* (2005), este cálculo é usado quando não se tem uma amostra piloto e deseja-se estimá-la de forma conservadora.

Segue fórmula para o dimensionamento conservador para populações de tamanho finito:

$$n = \frac{\frac{1}{4} Z_0^2 N}{\frac{1}{4} Z_0^2 + (N - 1)e^2}$$

onde n = tamanho da amostra; Z₀ = coeficiente tabelado em função da certeza (intervalo de confiança); N = tamanho da população; e = erro estimado.

Assim para o cálculo da amostra foram considerados os seguintes dados:

Universo (N) = 2925 empresas;

Para intervalo de 90% de confiança, Z₀ = 1,64;

Erro (e) = 0,1.

Através do cálculo amostral foi determinada a amostra (n), que deverá ser composta de 174 empresas de pequeno porte de Itabira-MG escolhidas aleatoriamente no cadastro da Prefeitura Municipal da cidade de Itabira.

4.6 Sujeitos de pesquisa

Segundo Appolinário (2006), sujeito de pesquisa é o ente objeto da investigação; trata-se da unidade funcional daquilo que será pesquisado. Para Alves-Mazzotti e Gewandsznajder (1999), a escolha dos participantes da pesquisa é feita de forma proposital, ou seja, o pesquisador escolhe em função das questões de interesse de estudo e disponibilidade dos sujeitos.

Os sujeitos desta pesquisa foram os gerentes financeiros das empresas que compõem a amostra, tendo sido escolhido um sujeito para cada empresa para responder ao questionário proposto. A escolha de gerentes financeiros deveu-se ao fato de que o tema da pesquisa relaciona-se ao método de financiamento da empresa e captação de recurso e da probabilidade de que estes sujeitos tenham domínio do tema.

4.7 Instrumentos de coleta de dados

De acordo com Beuren (2004, p. 129), “os instrumentos de pesquisa são entendidos como preceitos ou processos que o cientista deve utilizar para direcionar, de forma lógica e sistemática, o processo de coleta, análise e interpretação de dados.”

A coleta de dados da presente pesquisa foi realizada com a utilização de um questionário. Segundo Beuren (2004), o questionário é um instrumento de coleta de dados constituído por uma série ordenada de perguntas que devem ser respondidas por escrito pelo informante.

Por sua vez, Gil (1999) define o questionário como uma técnica de investigação composta por um número elevado de questões apresentadas por escrito às pessoas

com o objetivo de conhecimento de opiniões, crenças, sentimentos, interesses, expectativas e situações vivenciadas.

O questionário utilizado neste trabalho foi adaptado da pesquisa de Burkowski (2008), com modificações realizadas através dos assuntos abordados no referencial teórico do presente projeto. O questionário está exposto no Apêndice A.

4.8 Técnica de análise dos dados

A análise dos dados na pesquisa quantitativa foi efetivada através de métodos estatísticos multivariados. Segundo Hair Júnior *et al.* (2005), a análise multivariada refere-se “a todas as técnicas estatísticas que simultaneamente analisam múltiplas medidas sobre indivíduos ou objetos sob investigação”.

Buscou-se, conforme o caráter quantitativo da pesquisa, resultados que permitam generalizações, enumerando e medindo variáveis e buscando evidenciar a existência de correlação entre as mesmas. Pretende-se, neste aspecto, traçar um perfil de endividamento das empresas, tendo como suporte as abordagens teóricas descritas ao longo do texto.

4.9 Limitações da pesquisa

Conforme Vergara (2004) toda pesquisa possui limitações.

Assim a limitação desta pesquisa refere-se ao caráter quantitativo da mesma, o que dificulta uma análise em maior nível de profundidade; limita-se também por tratar de empresas de uma mesma cidade, pois empresas de cidades diferentes podem ter modos diferentes de financiar seus projetos de investimento.

Contudo, as limitações não impossibilitaram a realização da pesquisa.

5. ANÁLISE DOS DADOS

Para alcançar os objetivos do estudo buscou-se identificar o tipo de financiamento utilizado e o tipo desejado pelas empresas pesquisadas e descrever quais os atributos considerados relevantes na escolha dos mesmos.

Para tanto utilizou-se um questionário contendo 40 questões, sendo 23 relacionadas ao perfil das empresas, 10 relacionadas ao tipo de financiamento utilizado e 7 ao tipo de financiamento desejado. Aplicou-se o questionário a 200 empresas dentro do perfil estudado.

Antes da aplicação do questionário e com o objetivo de adequação do mesmo foi realizado um pré-teste. Conforme Babiie (2003), o pré-teste tem a finalidade de desenhar um caminho possível para o trabalho, buscando avaliar as dificuldades e problemas existentes no questionário de pesquisa e permitir a tomada de decisões para eliminá-los ou minimizá-los no começo da investigação.

Para a realização do pré-teste foi considerado como universo da pesquisa a amostra total que se pretendia atingir, de 174 empresas, e o número foi calculado utilizando-se a mesma fórmula de dimensionamento conservador proposta por Hair *et. al* (2005) que foi utilizada para o cálculo amostral.

Através do cálculo amostral determinou-se a amostra (n) utilizada no pré-teste, de 48 empresas de pequeno porte situadas em Itabira, MG. Esta amostra foi obtida aleatoriamente no cadastro da Prefeitura Municipal da cidade.

Assim, foi realizado um pré-teste com 48 empresas no período de 10/01/2012 a 15/02/2012, e sua aplicação foi acompanhada pelo pesquisador, a fim de verificar as questões e termos a respeito dos quais os entrevistados demonstrassem dúvidas. A aplicação mostrou a necessidade de adequação de alguns termos utilizados no questionário, mas não foi necessário eliminar nenhuma questão e os questionários aplicados puderam ser aproveitados na pesquisa, pois as questões não compreendidas foram explicadas pelo pesquisador.

Os dados coletados no pré-teste foram tabulados e submetidos a análises uni- e multivariadas com o auxílio do *software SPSS (Statistical Package for the Social Science)*, sendo que os resultados do pré-teste estão de acordo com a análise apresentada nesta pesquisa.

Posteriormente, a fim de obter a amostra determinada na pesquisa (174 empresas), foram enviados 350 questionários às empresas de pequeno porte de Itabira, MG, cadastradas na Prefeitura Municipal da cidade. Para esta etapa contou-se com a ajuda de dois estagiários, contratados para a entrega e coleta dos questionários e com o auxílio de gestores da Associação de Comércio, Indústria e Serviços da cidade de Itabira.

Assim, ao final deste processo, somados aos questionários aplicados no pré-teste e com a eliminação de questionários com questões em branco e com rasuras, chegou-se ao número de 200 questionários respondidos, número acima dos 174 pretendidos.

Os dados coletados foram tabulados e submetidos a análises uni- e multivariadas com o auxílio do *software SPSS (Statistical Package for the Social Science)*, com o intuito de elaborar o tratamento estatístico para responder às questões levantadas pela pesquisa.

A análise dos dados iniciou-se com a utilização de técnicas de análise descritiva, consistindo em tabelas contendo a frequência absoluta e relativa para a identificação do perfil desta empresa.

Inicialmente, para avaliar a relação entre o perfil das empresas e o tipo de financiamento utilizado e desejado por elas, foram construídas três variáveis, cujos grupos representaram um dos *clusters* de financiamento utilizado no curto prazo, no longo prazo e o perfil desejado, respectivamente.

Conforme Hair *et. al* (1998) a análise de agrupamento ou análise de *cluster* é o nome dado a um grupo de técnicas estatísticas multivariadas cuja finalidade primária

é agregar objetos com base em alguma característica que eles tenham em comum. Ainda segundo os autores, esta é uma ferramenta útil quando o pesquisador coleta dados através de um questionário, já que dessa forma um grande número de informações é gerado. Essa análise possibilita uma redução em subgrupos específicos e menores, de acordo com as características que se pretende alcançar na pesquisa.

O método de modelos hierárquicos foi utilizado para a construção dos *clusters*, cuja medida de similaridade utilizada foi a distância euclidiana. Foram obtidos três grupos para cada uma das variáveis.

Para avaliar a associação entre o perfil das empresas e o grupo de utilização de financiamento recorreu-se a uma tabela contendo as frequências cruzadas entre as características e o teste Qui-quadrado ou o Exato de Fisher, quando o primeiro não satisfazia os requisitos necessários à sua utilização. Conforme Hair *et. al* (1998), o Teste Exato de Fisher pode ser utilizado para verificar a independência ou dependência entre variáveis.

Para determinar se as diferenças e associações encontradas são estatisticamente significativas utilizou-se o nível de significância de 5%, ou seja, considerou-se como significativas as relações cuja probabilidade de significância do teste, chamada de p-valor, resultava em um valor menor ou igual a 0,05.

Com o intuito de proporcionar um melhor entendimento das empresas que compõem a amostra da presente pesquisa expõe-se, a seguir, os dados referentes à sua caracterização.

5.1 Caracterização das Empresas

A descrição das características das empresas pesquisadas foi realizada através da análise univariada das informações contidas no questionário, que considera-se de importância para a determinação do perfil geral dos objetos de estudo. O primeiro fator avaliado foi o setor de atuação da empresa. Os resultados obtidos são descritos a seguir, na TAB. 3.

Tabela 3 - Distribuição das empresas segundo seu setor de atuação.

Setor	Frequência	Percentual
Comércio	136	68,0
Serviços	48	24,0
Indústria	16	8,0
Total	200	100,0

Fonte: dados de pesquisa.

A análise da TAB. 3 permite concluir que o setor de comércio agrega a maioria das empresas (68%), seguido pelo setor de serviços (24%) e pelo setor industrial (8%).

O próximo passo foi descrever as empresas segundo sua constituição jurídica, com resultados expostos na TAB. 4.

Tabela 4 - Distribuição das empresas segundo sua constituição jurídica

Constituição Jurídica	Frequência	Percentual
Sociedade Empresária Limitada	187	93,5
Empresário Individual	9	4,5
Sociedade Anônima de Capital Fechado	4	2,0
Total	200	100,0

Fonte: dados de pesquisa.

Verificou-se que a grande maioria das empresas constitui-se de sociedade empresária limitada (93,5%). Os empresários individuais e as empresas de sociedade anônima de capital fechado representam 4,5% e 2,0% da amostra, respectivamente. A forma de tributação de renda é descrita a seguir, na TAB. 5.

Tabela 5 - Distribuição das empresas segundo a forma de tributação da renda.

Forma de Tributação	Frequência	Percentual
Simplex	85	42,5
Lucro presumido	66	33,0
Lucro real	49	24,5
Total	200	100,0

Fonte: dados primários de pesquisa.

Percebeu-se que grande parte das empresas enquadra-se no regime de tributação simples, representando mais de 40% do total da amostra. Em seguida estão o lucro presumido (33%) e o lucro real (24,5%). Na TAB. 6, a seguir, expõe-se o tempo total de existência legal das empresas.

Tabela 6 - Distribuição das empresas segundo o tempo de existência legal.

Tempo	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Até 1 ano	1	0,5	0,5
Entre 1 e 5 anos	67	33,5	34,0
Entre 5 e 10 anos	79	39,5	73,5
Mais de 10 anos	53	26,5	100,0
Total	200	100,0	-

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da tabela é possível perceber que somente uma empresa possui menos de um ano de existência, enquanto quase 40% têm entre 5 e 10 anos e 33,5% entre 1 e 5 anos. Empresas com mais de 10 anos representam 26,5% da amostra.

A TAB. 7 expõe o número de empregados das empresas pesquisadas.

Tabela 7 - Distribuição das empresas segundo o número de funcionários.

Funcionários	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Até 10	102	51,0	51,0
Entre 11 e 50	80	40,0	91,0
Entre 51 e 100	11	5,5	96,5
Acima de 100	7	3,5	100,0
Total	200	100,0	-

Fonte: dados de pesquisa.

Verifica-se, através da tabela, que 51% das empresas da amostra possuem até 10 funcionários e 40% entre 11 e 50 funcionários. Desta forma, 91% das empresas estudadas possuem até 50 funcionários, enquanto somente 5,5% possuem entre 51 e 100 funcionários e 3,5% mais de 100 funcionários. A TAB. 8 mostra a distribuição das empresas segundo o faturamento anual.

Tabela 8 - Distribuição das empresas segundo o faturamento anual.

Faturamento Ano	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Até R\$ 120 mil ano	4	2,0	2,0
Entre R\$ 120 mil e R\$ 1 MM ano	93	46,5	48,5
Acima de R\$ 1 MM ano	103	51,5	100,0
Total	200	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Concluiu-se que 98% das empresas possuem faturamento maior que R\$ 120 mil, sendo 51,5% com faturamento acima de R\$ 1 milhão e 46,5% entre R\$ 120 mil e R\$ 1 milhão. Somente 2% possuem faturamento abaixo de R\$ 120 mil. A expectativa de crescimento médio anual para os próximos anos é descrita a seguir, na TAB. 9.

Tabela 9 - Distribuição das empresas segundo a expectativa de crescimento.

Expectativa Crescimento	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Não há expectativa de crescimento	9	4,5	4,5
Crescimento anual de 5%	23	11,5	16,0
Crescimento anual entre 5,01% e 10%	100	50,0	66,0
Crescimento anual entre 10,01 e 20%	65	32,5	98,5
Crescimento anual superior a 20%	3	1,5	100,0
Total	200	100,0	-

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 9 é possível observar que metade das empresas espera crescer entre 5% e 10% nos próximos anos, enquanto 1/3 espera crescer entre 10% e 20%. Somente 4,5% das empresas não apresentam expectativa de crescimento.

A TAB. 10 mostra a distribuição das empresas segundo o tempo existente entre a compra da matéria-prima e a venda do produto.

Tabela 10 - Distribuição das empresas segundo tempo entre compra de matéria-prima e venda do produto.

Tempo	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Nenhum	33	16,5	16,5
Até 5 dias	4	2,0	18,5
Entre 6 e 30 dias	86	43,0	61,5
Entre 31 e 60 dias	63	31,5	93,0
Mais de 60 dias	14	7,0	100,0
Total	200	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Verifica-se que em 43% das empresas o tempo entre a compra da matéria-prima e a venda do produto é de 6 a 30 dias, enquanto para 31,5% este tempo é de 31 e 60 dias e para 18,5%, de até 5 dias. Somente 16,5% não apresentam prazo entre compra e venda.

A seguir, na TAB. 11, é descrito o tempo entre a venda do produto ou serviço e o recebimento do valor referente a ele.

Tabela 11 - Distribuição das empresas segundo o tempo entre venda e recebimento.

Tempo	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Nenhum	10	5,0	5,0
Até 5 dias	11	5,5	10,5
Entre 6 e 30 dias	88	44,0	54,5
Entre 31 e 60 dias	72	36,0	90,5
Mais de 60 dias	19	9,5	100,0
Total	200	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Nota-se que 44% das empresas possuem um prazo entre a venda do produto ou serviço e o recebimento de 6 a 30 dias, 36% um prazo entre 31 e 60 dias, 5,5% um prazo de até 5 dias, 9,5% um prazo de mais de 60 dias e somente 5% não apresentam prazo algum. A TAB. 12, a seguir, apresenta a distribuição das empresas segundo o prazo médio de pagamento das compras.

Tabela 12 - Distribuição das empresas segundo o prazo médio de pagamento.

Tempo	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Nenhum	15	7,5	7,5
Entre 6 e 30 dias	134	67,0	74,5
Entre 31 e 60 dias	36	18,0	92,5
Mais de 60 dias	15	7,5	100,0
Total	200	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Dois terços do total de empresas entrevistadas praticam um prazo médio de pagamento de 6 a 30 dias, 18% praticam um prazo de 31 a 60 dias, 7,5% praticam um prazo acima de 60 dias e 7,5% não possuem prazo. A seguir, na TAB, 13, expõe-se o principal responsável pelas decisões operacionais e financeiras das empresas.

Tabela 13 - Distribuição das empresas segundo o responsável pelas decisões.

Responsável	Frequência	Percentual
Principal Sócio	101	50,5
Demais sócios em conjunto	48	24,0
Administrador (curso superior Administração de Empresas)	35	17,5
Administrador (curso Superior outra área)	11	5,5
Administrador (sem curso superior)	5	2,5
Total	200	100

Fonte: dados de pesquisa.

Os dados expostos na tabela permitem concluir que em mais da metade das empresas o principal sócio é o responsável pelas decisões operacionais e financeiras, enquanto em 24% delas as decisões são tomadas pelos sócios e em 17,5% por um administrador com curso superior na área. A TAB. 14 apresenta a distribuição das empresas segundo o tempo de carreira do responsável pelas decisões operacionais e financeiras.

Tabela 14 - Distribuição das empresas segundo o tempo de carreira do principal responsável por decisões.

Tempo de Carreira	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Menos de 1 ano	1	0,5	0,5
Entre 1 e 5 anos	83	41,5	42,0
Entre 5 e 10 anos	73	36,5	78,5
Mais de 10 anos	43	21,5	100,0
Total	200	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Em 41,5% dos casos o principal responsável pelas decisões operacionais e financeiras possui entre 1 e 5 anos de carreira, em 36,5% dos casos entre 5 e 10 anos e em 21,5% mais de 10 anos. Somente em 0,5% das empresas o responsável

possui menos de 1 ano de experiência. A TAB. 15 apresenta a distribuição das empresas segundo o percentual de participação no capital social da empresa detido pelo principal sócio.

Tabela 15 - Distribuição das empresas segundo a concentração do capital social.

Perc. Principal Sócio	Frequência	Percentual	Percentual
Até 10%	7	3,5	3,5
Entre 11 e 50%	66	33,2	36,7
Entre 51 e 99%	33	16,6	53,3
100%	93	46,7	100,0
Total	199	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da TAB. 15 verifica-se, em primeiro lugar, que em 46,7% dos casos a empresa possui somente um sócio. Em 33% dos casos o sócio principal detém entre 11 e 50% do capital social, e somente em 3,5% das empresas o sócio principal possui 10% do capital social ou menos. Ressalta-se que não foi possível obter esta informação para uma das empresas pesquisadas. A TAB. 16 expõe os motivos que mais levam a empresa a procurar financiamento.

Tabela 16 - Distribuição das empresas segundo motivo de busca do financiamento.

Motivo	Frequência	Percentual
Financiamento de estoques	85	42,5
Compra de máquinas e equipamentos	52	26,0
Não busca financiamento	32	16,0
Investimento em treinamento e capacitação	9	4,5
Expansão de infra-estrutura da operação	8	4,0
Adiantamento das vendas a prazo	7	3,5
Pagamento de dívidas antigas	2	1,0
Outro	5	2,5
Total	200	100

Fonte: dados de pesquisa.

Pode-se observar que 42% das empresas procuram financiamento para os estoques, 26% procuram para comprar máquinas e equipamentos e 4,5% para investimento em treinamento e capacitação . O adiantamento das vendas a prazo é o motivo indicado por 3,5% das empresas e o pagamento de dívidas antigas, de 1% das empresas. Somente 16% disseram não buscar financiamento. O nível de endividamento atual da empresa é descrito a seguir, na TAB. 17.

Tabela 17 - Distribuição das empresas segundo o nível de endividamento atual.

Nível	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Até 10% de dívidas e 90% de dinheiro dos sócios	38	21,5	21,5
Até 20% de dívidas e 80% de dinheiro dos sócios	88	49,7	71,2
Até 50% de dívidas e 50% de dinheiro dos sócios	51	28,8	100,0
Total	177	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Para metade das empresas o nível de endividamento está em torno de 20%, enquanto para 30% este valor é de até 50% e para 20%, de até 10%. Em 23 empresas (11,5%) a informação não foi fornecida. Conclui-se, com os dados expostos, que as empresas que compõem a amostra têm um baixo nível de endividamento, fato que está de acordo com o exposto por Câmara, Nobre e Guimarães (2006), que em sua pesquisa apontam um nível de endividamento próximo de zero para pequenas empresas, ressaltando que estas têm restrições ao uso da dívida.

A TAB. 18 mostra o nível de endividamento que a empresa suportaria, segundo a opinião dos entrevistados.

Tabela 18 - Distribuição das empresas segundo o nível de endividamento suportado.

Nível	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Até 20% de dívidas e 80% de dinheiro dos sócios	27	15,3	15,3
Até 50% de dívidas e 50% de dinheiro dos sócios	125	70,6	85,9
Até 70% de dívidas e 30% de dinheiro dos sócios	25	14,1	100,0
Total	177	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Cerca de 70% dos entrevistados mencionaram que as empresas suportariam até 50% de dívidas, não havendo resposta em 11,5% dos casos. Verifica-se, portanto, que a maioria das empresas não utiliza o limite máximo de dívida, ou seja, conforme exposto na TAB. 17, metade das empresas utiliza até 50% de dívidas. A meta de endividamento da empresa é descrita a seguir, na TAB. 19.

Tabela 19 - Distribuição das empresas segundo a meta de endividamento.

Nível	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Não busca meta	92	46,0	46,0
0% de dívida e 100% de dinheiro dos sócios	83	41,5	87,5
50% de dívidas e 50% de dinheiro dos sócios	24	12,0	99,5
Outra	1	,5	100,0
Total	200	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Conclui-se que 46% das empresas não possuem meta de endividamento, cerca de 41% buscam 0% de dívidas e 12% buscam 50% de dívidas. Tais dados não condizem com a teoria do *trade-off*, que, segundo Minardi e Sanvicente (2009), propõe que as empresas procuram manter uma estrutura meta de capital que maximiza o valor da firma. A seguir é feita a descrição das empresas segundo a utilização de consultoria gerencial externa.

Tabela 20 - Distribuição das empresas segundo a utilização de consultoria gerencial externa.

Consultoria Gerencial	Frequência	Percentual
Não	148	74,0
Sim	52	26,0
Total	200	100

Fonte: dados de pesquisa.

Verifica-se que a grande maioria das empresas não utiliza consultoria gerencial, representando 74% do total estudado. A TAB. 21 mostra como o administrador financeiro avalia a empresa em termos de gerenciamento.

Tabela 21 - Distribuição das empresas segundo nível de gerenciamento.

Tratamento	Frequência	Percentual
Regular	9,5	9,5
Bom	81,0	81,0
Ótimo	9,5	9,5
Total	200	100

Fonte: dados de pesquisa.

A maioria das empresas (81%) foi avaliada como tendo um gerenciamento bom, e algumas ainda como contendo um gerenciamento regular (9,5%) e ótimo (9,5%).

A seguir caracteriza-se as empresas segundo os bens que podem ser utilizados como garantia na obtenção de empréstimo na TAB. 22.

Tabela 22 - Distribuição das empresas segundo garantias existentes.

Possui bens	Frequência	Percentual
Sim, já existentes	188	94,0
Não	4	2,0
Sim, os adquiridos com o financiamento	2	1,0
Total	200	100

Fonte: dados de pesquisa.

Conclui-se que a maioria das empresas possui bens de garantia existentes e que não foram adquiridos com financiamento. Somente 2% não possuem bens e 2% possuem bens, mas estes foram adquiridos com financiamento. A seguir, na TAB. 23, é feita a descrição da idade média dos equipamentos atuais da empresa.

Tabela 23 - Distribuição das empresas segundo a idade média dos equipamentos.

Idade Média	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Menos de 1 ano	16	8,3	8,3
Entre 1 e 5 anos	158	82,3	90,6
Entre 6 e 10 anos	15	7,8	98,4
Mais de 10 anos	3	1,6	100,0
Total	192	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

A análise da TAB. 23 permite observar que 82% das empresas possuem equipamentos com idade média de 1 a 5 anos, enquanto 8,3% possuem equipamentos com menos de 1 ano e 7,8% entre 6 e 10 anos. Os fatores que limitam a utilização de financiamento pela empresa são descritos a seguir, na TAB. 24.

Tabela 24 - Fatores que limitam a utilização de financiamento.

Fatores	Frequência	Percentual
Taxas cobradas e garantias exigidas	139	69,5
Exigência de muitos documentos e comprovações na contratação	53	26,5
Desconto entre o prazo oferecido nos financiamentos e a geração de recursos pela empresa	30	15,0
Os sócios não desejam utilizar dívidas	22	11,0
Não há fatores limitadores	17	8,5
Falta de apoio ou orientação à concessão de empréstimos pelos bancos	17	8,5
A empresa não precisa de financiamento pois gera lucro suficiente	3	1,5

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 24 é possível concluir que os fatores que limitam o financiamento são as taxas cobradas e as garantias exigidas para 70% da amostra, a exigência de muitos documentos e comprovações na contratação para 26,5% e o desconto entre o prazo oferecido nos financiamentos e a geração de recursos pela empresa para 15%. Os fatores que limitam o crescimento da empresa são descritos na TAB. 25, a seguir

Tabela 25 - Fatores que limitam o crescimento da empresa.

Fatores	Frequência	Percentual
Mercado de atuação com muitos competidores	159	79,5
Falta de recursos financeiros para expansão e melhorias	109	54,5
Baixo dinamismo no mercado consumidor	39	19,5
Baixa oferta de insumos pelos fornecedores	16	8,0
Outro	11	5,5
Dificuldade no acesso a consultoria técnicofinanceira especializada	3	1,5
Dificuldade de acesso a novas tecnologias	3	1,5
Gerenciamento pouco eficaz	1	0,5

Fonte: dados de pesquisa.

Quase 80% dos entrevistados citaram a competição como um dos entraves ao crescimento, enquanto 54,5% citaram a falta de recursos financeiros para expansão e melhorias e 19,5% o baixo dinamismo do mercado consumidor. A próxima seção apresenta a descrição do tipo de financiamento utilizado pelas empresas.

5.2 Descrição do Tipo de Financiamento Utilizado

Nesta seção são descritos os moldes do financiamento utilizado pelas empresas pesquisadas, começando pelo financiamento de curto prazo.

Em relação ao financiamento utilizado, espera-se com base no exposto na teoria que as empresas de pequeno porte apresentem um baixo nível de endividamento e, apresentarem restrições ao uso da dívida, preferindo a utilização de capital próprio ao de terceiros, fato esse que corrobora com a teoria de *pecking order*.

A TAB. 26, a seguir, apresenta o tipo de financiamento de curto prazo que a empresa mais utiliza.

Tabela 26 - Distribuição das empresas segundo tipo de financiamento de curto prazo.

Financiamento	Frequência	Percentual
Negociação de prazos com fornecedores	60	30,0
Empréstimos de familiares ou amigos à empresa	34	17,0
Não utiliza financiamento	32	16,0
Reservas em períodos anteriores retidos na empresa	31	15,5
Linha de crédito bancária específica para capital de giro de empresas	16	8,0
Empréstimos de familiares / amigos aos sócios	14	7,0
Empréstimo bancário tomado em nome dos sócios	8	4,0
Conta garantida da empresa	5	2,5
Total	200	100

Fonte: dados de pesquisa.

Pode-se concluir que o principal tipo de financiamento de curto prazo utilizado é a negociação com os fornecedores (30%), seguida pelo empréstimo de familiares ou amigos (17%) e as reservas de períodos anteriores retidas na empresa (15,5%). A linha de crédito bancária, o empréstimo de familiares e amigos aos sócios e o empréstimo bancário tomado em nome dos sócios são utilizados por 7%, 4% e 2,5%, nesta ordem. Em 16% dos casos as empresas não utilizam financiamento.

Verifica-se, portanto, uma similaridade entre o tipo de financiamento de curto prazo e a teoria de *pecking-order*, conhecida popularmente como *Pecking Order Theory* (POT) ou Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento, que, conforme Ferreira e Brasil (1997), busca explicitar uma ordem nas fontes de captação de recursos utilizadas pelas empresas. Santana e Turolla (2002) acrescentam que a empresa tenderá a usar recursos próprios primeiramente (autofinanciamento), e só depois, quando estes esgotarem, buscará recursos provenientes da família ou dos sócios, recorrendo à utilização de dívidas em último caso.

Observou-se que as empresas que compõem a amostra agiram conforme uma ordem nos momentos de captação de recursos, esta definida primeiramente pela facilidade de acesso ao crédito junto aos fornecedores – que pode ter sido escolhido devido à facilidade de obtenção e negociação. A segunda fonte de empréstimos observada foram os familiares e amigos da empresa e a terceira foi a utilização de reservas mantidas em períodos anteriores. Em último caso verificou-se que as empresas optaram pela utilização de empréstimos bancários.

A sequência definida difere do exposto pela teoria, que aborda primeiramente a utilização de recursos da empresa, ou seja, as reservas mantidas em períodos anteriores. Vale ressaltar que as empresas da amostra são de pequeno porte, e por isso não mantêm grandes reservas. Além disso, nestes casos os fornecedores atuam como parceiros para o crescimento da empresa, e são comuns os empréstimos juntos a familiares e amigos. Tais fatos explicam a diferença de hierarquização das opções de obtenção dos recursos nestas empresas.

A representatividade dos financiamentos obtidos em relação ao total de recursos da empresa é descrita a seguir, pela TAB. 27.

Tabela 27 - Distribuição das empresas segundo representatividade do financiamento de curto prazo.

Representatividade (%)	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Menos de 20%	150	89,3	89,3
Entre 21 e 50%	17	10,1	99,4
Entre 51 e 80%	1	0,6	100,0
Total	168	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Observa-se que em 75% dos casos o principal financiamento representa menos de 20% do total de recursos investidos na empresa, em 8,5% dos casos entre 21% e 50% e somente em 0,5% dos casos entre 51% e 80%. Esta informação não foi obtida para 32 empresas (16% do total), que afirmaram não utilizar dívidas.

Os resultados apresentados estão de acordo com Câmara, Nobre e Guimarães (2006), que pesquisaram aspectos referentes ao nível de endividamento de pequenas empresas e evidenciaram que este tende a ser baixo, pois prioriza-se a utilização de recursos próprios para os investimentos. A TAB. 28 mostra o prazo médio de pagamento para os financiamentos de curto prazo.

Tabela 28 - Distribuição das empresas segundo prazo médio de pagamento do financiamento de curto prazo.

Tempo	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Menos de 30 dias	1	0,6	0,6
Entre 31 e 180 dias	65	38,7	39,3
Entre 181 e 360 dias	97	57,7	97,0
Mais de 360 dias	5	3,0	100,0
Total	168	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Verifica-se que em 58% dos casos o prazo médio de pagamento está entre 181 e 360 dias e em 39% dos casos entre 31 e 180 dias. Esta informação não foi obtida para 16% das empresas. A TAB. 29 apresenta o custo médio do financiamento de curto prazo.

Tabela 29: Distribuição das empresas segundo o custo médio do financiamento de curto prazo.

Custo médio	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Até 1% ao mês (ou até 13% ao ano)	38	22,6	22,6
Entre 1,01 e 3% ao mês (ou entre 13,1 e 43% ao ano)	91	54,2	76,8
Entre 3,01 e 5% ao mês (ou entre 43,01 a 80% ao ano)	3	1,8	78,6
Sem custo	36	21,4	100,0
Total	168	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Para 54% das empresas o custo médio do financiamento de curto prazo está entre 1,01% a 3% ao mês, sendo que para 22,6% este custo é de até 1% e para 21,4%, de 3% a 5%. Esta informação não foi obtida para 32 empresas, que afirmaram não utilizar dívidas. Assim, verifica-se que a maioria das empresas utilizam um custo reduzido de financiamento, fato que pode ser explicado pela utilização da teoria de *pecking order* pelas empresas, ou seja, pela hierarquização das fontes de financiamentos a partir da facilidade de obtenção de recursos e do custo. Conforme Moreira e Puga (2000), a hierarquização das fontes de financiamento se dá principalmente por fatores relativos ao custo do mesmo.

Desta forma, conforme já exposto no trabalho, a maioria das empresas tendem a recorrer primeiramente aos fornecedores para financiamentos, prática que pode ser explicada por fatores relativos à facilidade de obtenção e custo. Verificou-se também a utilização de recursos provenientes de familiares, amigos e lucros acumulados, e somente em último caso a obtenção de empréstimos bancários. Antonialli e Oliveira (2004), a partir de pesquisa realizada em pequenas empresas, verificaram que estas tendem a evitar um alto índice de dívidas devido ao alto custo das mesmas quando comparado àquele da utilização de recursos próprios. O motivo da escolha do tipo de financiamento é descrito a seguir, na TAB. 30.

Tabela 30 - Distribuição das empresas segundo o motivo de escolha do financiamento de curto prazo.

Motivo	Frequência	Percentual
Facilidade de obtenção do financiamento	89	53,0
Taxas cobradas e sistema de garantias exigido	55	32,7
Outro	10	6,0
Única opção disponível	9	5,4
Recomendação do gerente do banco/ agende especializado	5	3,0
Total	168	100

Fonte: dados de pesquisa.

Percebeu-se que o principal motivo da escolha do tipo de financiamento é a facilidade de obtenção, citado por 53% das empresas, seguido pelas taxas cobradas e o sistema de garantias exigido citado por 33%. Tais resultados não estão de acordo com os achados de Antonialli e Oliveira (2004) e Burkowisi, Perobelli e Zanini (2009), que apontam como principal motivo para a escolha do tipo de financiamento o custo. No caso desta pesquisa o custo está representado pelo sistema de taxas cobradas e garantias, apontado como o segundo fator. Tal fato é explicado pela facilidade de obtenção de financiamento com o fornecedor, já havendo aí uma relação de parceria, sendo que os custos entre uma e outra opção podem não ser acentuados.

Para determinar uma medida do grau de financiamento de curto prazo utilizado pelas empresas recorreu-se à análise de *clusters*, e para a construção destes utilizou-se o método hierárquico, sendo a medida de proximidade a distância euclidiana. Após esta análise foram obtidos três grupos de financiamento de curto prazo. A TAB. 31, exposta a seguir, apresenta a distribuição das empresas segundo o grupo.

Tabela 31 - Distribuição das empresas segundo o grupo de financiamento de curto prazo.

Grupo	Frequência	Percentual
Grupo 1	96	57,1
Grupo 2	42	25,0
Grupo 3	30	17,9
Total	164	100

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 31 é possível observar que a maioria das empresas referentes ao grupo 1 (57%) utilizam formas de financiamento mais arriscadas, cujos empréstimos chegam a até 80% do total de recursos investidos, sem restrições quanto ao prazo médio de pagamentos e com o custo de financiamento chegando a até 5% ao mês.

De outra forma 25% das empresas foram classificadas no grupo 2, no qual foram evidenciadas formas de investimentos mais moderadas, sem a realização de empréstimos bancários em nome dos sócios e com o valor total do empréstimo não ultrapassando 50% dos recursos investidos. Para estes casos o prazo médio de pagamento vai de 30 até 360 dias, e o custo médio não ultrapassa 3% ao mês. Essas empresas escolhem este tipo de financiamento por causa das taxas e dos sistemas de garantias exigidos.

Cerca de 18% das empresas foram classificadas no grupo 3, pois utilizam um financiamento mais conservador, com reservas de períodos anteriores e empréstimos de familiares e amigos, cujos valores não ultrapassam 50% dos recursos, com prazo médio de pagamento de 30 a 360 dias, sem custos. Importante ressaltar que esta informação não foi obtida para as empresas que não possuíam as características do financiamento (16%).

As características do financiamento de longo prazo são descritas a seguir, começando-se pelo tipo de financiamento de longo prazo mais utilizado atualmente, através da TAB. 32.

Tabela 32 - Distribuição das empresas segundo tipo de financiamento de longo prazo.

Financiamento	Frequência	Percentual
Empréstimos Governamentais	48	28,4
Aporte de capital pelos sócios	42	24,9
Empréstimo de familiares e amigos à empresa	27	16,0
Empréstimo bancário em banco privado em nome dos sócios	27	16,0
Empréstimo de familiares e amigos aos sócios	9	5,3
Financiamento de fornecedores de equipamentos	6	3,6
Reservas acumuladas em períodos anteriores e retidas na empresa	5	3,0
Outros	48	3,0
Total	169	100

Fonte: dados de pesquisa.

Constatou-se que o tipo de financiamento de longo prazo mais utilizado são os empréstimos governamentais, apontados por 28% das empresas, seguidos pelo aporte de capital pelos sócios (25%). Os financiamentos menos utilizados são os provenientes de fornecedores de equipamentos e as reservas acumuladas em períodos anteriores e retidas na empresa. Esta informação não foi obtida para 15,5% das empresas estudadas, que não utilizam nenhum tipo de financiamento.

Os resultados apresentados indicam uma diferença entre os tipos de financiamento utilizados para curto e longo prazo, o que se deve ao fato de que o último é usualmente utilizado para valores elevados de capital, na maioria das vezes concedidos junto governo e com prazos e taxas vantajosos.

A representatividade do principal tipo de financiamento de longo prazo em relação ao total de recursos da empresa é exposta a seguir, na TAB. 33.

Tabela 33 - Distribuição das empresas segundo representatividade do financiamento de longo prazo.

Representatividade (%)	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Menos de 20%	102	62,2	62,2
Entre 21 e 50%	55	33,5	95,7
Entre 51 e 80%	7	4,3	100,0
Total	164	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Constatou-se que em 62% das empresas o principal financiamento representa menos de 20% do total de recursos investidos, enquanto para 33,5% este representa entre 21% e 50%. Somente em 4,3% dos casos o financiamento representa entre 51% e 80% do total investido. Esta informação não foi obtida para 36 empresas (18%).

Os resultados apresentados assemelham-se aos de financiamento de curto prazo, demonstrando que as empresas de pequeno porte tendem a ser menos endividadas. Tal fato corrobora os achados de Câmara, Nobre e Guimarães (2006), que apresentam que a estrutura de capital de grandes empresas tende a ser diferente daquela de pequenas empresas, pois estas tendem a ter restrições ao uso da dívida, preferindo utilizar recursos próprios e mantendo níveis baixos de endividamento. A TAB. 34 mostra o prazo médio de pagamento para este financiamento.

Tabela 34 - Distribuição das empresas segundo prazo médio de pagamento do financiamento de longo prazo.

Tempo	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Entre 1 e 3 anos	148	90,2	90,2
Entre 4 e 8 anos	14	8,5	98,8
Mais de 8 anos	2	1,2	100,0
Total	164	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Verifica-se que em 90% dos casos o prazo médio de pagamento está entre 1 e 3 anos, em 8,5% dos casos entre 4 e 8 anos e em apenas 1,2% acima de 8 anos. Esta informação não foi obtida para 18% das empresas. A TAB. 35, a seguir, apresenta o custo médio do financiamento de longo prazo.

Tabela 35 - Distribuição das empresas segundo o custo médio do financiamento de longo prazo.

Custo médio	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Até 1% ao mês (ou até 13% ao ano)	74	45,1	45,1
Entre 1,01 e 3% ao mês (ou entre 13,1 e 43% ao ano)	58	35,4	80,5
Entre 3,01 e 5% ao mês (ou entre 43,01 a 80% ao ano)	5	3,0	83,5
Entre 5,01 e 10% ao mês (ou entre 80,01 a 215% ao ano)	1	,6	84,1
Sem custo	26	15,9	100,0
Total	164	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Observa-se que para 45% das empresas o custo médio do financiamento de longo prazo é de até 1% ao mês e para 35,4% de 1,01% a 3%. Esta informação não foi obtida para 36 empresas, que não utilizavam esta modalidade de financiamento. Comparando os resultados deste custo de financiamento com os de curto prazo verifica-se que estes possuem valores inferiores, justificados pelo prazo de pagamento e garantias exigidas, que também são maiores, conforme TAB. 34, o que facilita a obtenção de capital a custos reduzidos. Conforme apontado por Smith (2002), empresas que possuem maiores garantias têm maior facilidade na obtenção de recursos a um custo menor, pois possuem capacidade de honrar seus compromissos. O motivo da escolha do tipo de financiamento de longo prazo é descrito a seguir, na TAB. 36.

Tabela 36 - Distribuição das empresas segundo o motivo de escolha do financiamento de longo prazo.

Motivo	Frequência	Percentual
Taxas cobradas e sistema de garantia exigido	65	39,6
Prazo	48	29,3
Facilidade de obtenção	24	14,6
Única opção disponível	15	9,1
Outro	8	4,9
Recomendação do gerente do banco	4	2,4
Total	164	100

Fonte: dados de pesquisa.

Conclui-se, a partir dos dados expostos na tabela, que o principal motivo da escolha deste tipo de financiamento são as taxas cobradas e o sistema de garantias exigido, citado por 40% das empresas, seguido pelo prazo, motivo escolhido por 30% das empresas.

Os resultados obtidos apresentam semelhança com os achados de Burkowisk, Perobelli e Zanini (2009), que evidenciaram como fatores relevantes na escolha do tipo de financiamento o custo do capital e o sistema de garantia exigidos.

Para determinar uma medida do grau de financiamento de longo prazo das empresas utilizou-se a análise de clusters, seguindo os mesmos critérios utilizados para construção da TAB. 31. A TAB. 37, exposta a seguir, apresenta a distribuição das empresas segundo o tipo de financiamento.

Tabela 37 - Distribuição das empresas segundo o grupo de financiamento de longo prazo.

Grupo	Frequência	Percentual
Grupo 1	94	57,3
Grupo 2	45	27,4
Grupo 3	25	15,2
Total	164	100

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 37 é possível perceber que a maioria das empresas se enquadra no grupo 1, apresentando formas mais arriscadas de financiamentos, cujos empréstimos chegam a 80% do total de recursos investidos, com prazo médio de pagamento de até 8 anos e custos de financiamento podendo chegar a 5% ao mês.

Já 27% das empresas foram classificadas no grupo 2, apresentando formas moderadas de financiamento: utilizam empréstimo governamental cujos valores não ultrapassam 80% dos recursos investidos, com prazo médio de pagamento podendo ultrapassar os 8 anos e custo médio de até 1% ao mês. As empresas escolhem este financiamento por causa do prazo e das taxas e sistemas de garantias exigidos.

Cerca de 15% das empresas foram classificadas no grupo 3, tendo um financiamento conservador, utilizando reservas de períodos anteriores, aportes de capital e empréstimos de familiares e amigos, cujos valores não ultrapassam 50% dos recursos, com prazo médio de pagamento de até 8 anos, sem custos.

Desta forma, com base na análise deste primeiro objetivo, percebe-se que os resultados apresentados corroboram o pressuposto traçado na pesquisa, ou seja, as empresas de pequeno porte apresentam índices baixos de endividamento, tanto no curto, quanto no longo prazo, possuindo restrições ao uso da dívida, optando pela utilização de capital próprio, de amigos ou familiares e fornecedores, ao invés de contrair empréstimos junto a bancos. Este fato explica-se principalmente por fatores relacionados ao custo e a facilidade de obtenção de financiamentos. A maioria dos

resultados encontrados estão de acordo com a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order*).

5.3 Descrição do Tipo de Financiamento Desejado

Esta seção descreve os moldes do tipo de financiamento desejado pelas empresas pesquisadas.

Em relação ao tipo de financiamento utilizado, espera-se com base no estudo da teoria, que as empresas de pequeno porte tenderiam a contrair mais dívidas se o crédito fosse mais acessível, buscando assim uma estrutura ótima de capital, relacionada à teoria do *trade-off*. Assim, as empresas buscariam realizar mais investimentos e conseguiriam usufruir dos benefícios tributários referentes ao uso da dívida.

A TAB. 38 apresenta o desejo das empresas de realizarem novos investimentos nos próximos anos.

Tabela 38 - Distribuição das empresas segundo planejamento de novos investimentos.

Novos investimentos	Frequência	Percentual
Sim	190	95,0
Não	10	5,0
Total	200	100

Fonte: dados de pesquisa.

Observa-se, a partir dos dados expostos na tabela, que a maioria das empresas planeja realizar novos investimentos nos próximos anos (95%); estas serão a seguir abordadas segundo o tipo de financiamento desejado. A TAB. 39, a seguir, descreve o motivo apresentado para os novos investimentos.

Tabela 39 - Distribuição das empresas segundo motivo do investimento futuro.

Motivo	Frequência	Percentual
Expansão ou modernização de infraestrutura da operação	91	47,9
Compra de máquinas e equipamentos	61	32,1
Investimento em treinamento e capacitação	32	16,8
Compra de estoques	6	3,2
Total	190	100

Fonte: dados de pesquisa.

Constatou-se que para 48% das empresas o principal motivo é a expansão e modernização de infraestrutura da operação. A compra de máquinas e equipamentos foi citada como motivo por 32% das empresas. A TAB. 40 expõe a distribuição das empresas segundo o valor necessário para os novos investimentos.

Tabela 40 - Distribuição das empresas segundo valor dos novos investimentos.

Novos Investimentos	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Até R\$ 50 mil	62	32,6	32,6
Entre R\$ 51 mil e R\$ 500 mil	97	51,1	83,7
Entre R\$ 501 mil e R\$ 1 milhão	18	9,5	93,2
Entre R\$ 1,01 milhão e R\$ 3 milhões	11	5,8	98,9
Mais de R\$ 3 milhões	2	1,1	100,0
Total	190	100	-

Fonte: dados primários de pesquisa.

Em mais da metade dos casos (51%) o valor necessário para os novos investimentos está entre R\$ 51 mil e R\$ 500 mil; para 33% das empresas o valor

necessário é de até R\$ 50 mil; somente 1% busca mais de R\$ 3 milhões. A TAB. 41 apresenta a expectativa de retorno sobre os novos investimentos.

Tabela 41 - Distribuição das empresas segundo expectativa de retorno

Retorno	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Até 10% ao ano	62	32,6	32,6
Entre 11% e 15% ao ano	97	51,1	83,7
Entre 16% e 20% ao ano	25	13,2	96,8
Mais de 20% ao ano	6	3,2	100,0
Total	190	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Verificou-se que para 51% das empresas o retorno do investimento esperado está entre 11% e 15% ao ano. Para 33% este valor é de até 10% ano, 13,2% esperam um retorno entre 16% e 20% ao ano e somente para 3,2% a expectativa é de mais de 20%. A forma de financiamento dos novos investimentos é descrita a seguir, na TAB. 42.

Tabela 42 - Descrição das formas de financiamento.

Forma	Frequência	Percentual
Lucros acumulados em períodos anteriores	101	53,2
Empréstimos Governamentais	58	30,5
Empréstimos familiares e amigos à empresa	38	20,0
Empréstimos familiares e amigos aos sócios	31	16,3
Financiamento de fornecedores de equipamentos	24	12,6
Empréstimo de banco privado em nome da empresa	11	5,8
Empréstimo de banco privado em nome dos sócios	10	5,3
Empréstimos via cooperativas, banco do povo ou ONGs	2	1,1

Fonte: dados de pesquisa.

Constatou-se que o financiamento de projetos de investimento através de lucros acumulados em períodos anteriores é o meio esperado pela maior parte das empresas (53%), seguido pelos empréstimos governamentais (30,5%) e empréstimos de familiares ou amigos (20%). Somente 5,8% buscam empréstimo em banco privado em nome da empresa, 5,3% em nome dos sócios e 1,1% empréstimos via cooperativas, banco do povo ou ONGs.

Percebe-se, portanto, que a sequência a partir da qual a empresa deseja captar recursos difere daquela seguida na prática, tanto para casos de curto como de longo prazo. Apesar disso os resultados convergem para a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order*), pois, conforme Ferreira e Brasil (1997), esta defende que as empresas preferem a utilização do autofinanciamento, recursos na família e em último caso a emissão de dívidas.

Verificou-se como expectativa primeiramente a utilização de recursos próprios, mas os recursos governamentais mostraram ser mais desejados que aqueles provenientes de família e amigos. Tal fato explica-se porque na maioria dos casos, os recursos obtidos junto ao governo têm juros muito baixos, conforme já descrito anteriormente.

Os achados apresentam semelhanças com os resultados expostos por Burkowisk, Perobelli e Zanini (2009) em estudo realizado com objetivo de identificar características relativas ao tipo de financiamento desejado por pequenas empresas. Conforme os autores, a opção de utilização de recursos próprios, provenientes de familiares ou de bancos governamentais é utilizada principalmente devido aos custos, pois estes tendem a ter custos inferiores àqueles de outras opções de financiamento, como bancos privados ou empréstimos em nome dos sócios.

A seguir, na TAB. 43, expõe-se o valor que as empresas obteriam em empréstimos caso o crédito fosse mais acessível.

Tabela 43 - Distribuição das empresas segundo valor do empréstimo caso o crédito fosse mais acessível.

Valor	Frequência	Percentual	Percentual Ac.
Entre R\$ 11 mil e R\$ 50 mil	12	6,3	6,3
Entre R\$ 51 mil e R\$ 100 mil	44	23,2	29,5
Entre R\$ 101 mil e R\$ 500 mil	76	40,0	69,5
Entre R\$ 501 mil e R\$ R\$ 1 milhão	45	23,7	93,2
Entre R\$ 1,01 milhão e R\$ 3 milhões	9	4,7	97,9
Acima de R\$ 3 milhões	4	2,1	100,0
Total	190	100	-

Fonte: dados de pesquisa.

Observa-se que para 40% das empresas o valor do empréstimo estaria entre R\$ 101 mil e R\$ 500 mil. Em seguida, para 23,7%, os valores estariam entre R\$ 501 mil e R\$ 1 milhão, enquanto para 23,2% estes seriam de R\$ 51 mil a R\$ 100 mil. Somente 6,3% optariam por valores entre R\$ 11 mil e R\$ 50 mil, e 2,1% de mais de R\$ 3 milhões.

A partir dos resultados obtidos pode-se concluir que créditos mais acessíveis levariam as empresas a utilizarem um maior valor de dívidas, conseqüentemente usufruindo de mais benefícios oriundos do uso destas. Conforme Minardi e Sanvicente (2009), as dívidas possibilitam que a empresa realize mais investimentos, proporcionam benefício tributário, e permitem que os administradores não arrisquem recursos próprios. No entanto, vale ressaltar que este benefício é concedido até certo limite, conforme a teoria do *trade-off*.

Os resultados do financiamento utilizado mostraram que as pequenas empresas tendem a utilizar valores inferiores de financiamento, o que está de acordo com a teoria exposta. No entanto, observou-se que quando este crédito é mais acessível o

uso da dívida tende a ser mais elevado. A finalidade destes financiamentos é descrita a seguir, na TAB. 44.

Tabela 44 - Finalidade destes financiamentos.

Forma	Frequência	Percentual
Ampliação/modernização de capacidade instalada	142	74,7
Melhoria do fluxo de caixa	121	63,7
Compra de Estoques	73	38,4
Investimento em treinamento e capacitação	36	18,9
Pagamento de dívidas antigas	33	17,4

Fonte: dados de pesquisa.

Constatou-se que para 75% das empresas os financiamentos seriam destinados principalmente à ampliação e modernização da capacidade instalada, enquanto para 64% seu destino seria a melhoria do fluxo de caixa. O investimento em treinamento e capacitação e o pagamento de dívidas antigas foram citados somente em 19% e 17% dos casos, respectivamente.

Para determinar uma medida do grau de financiamento desejado pelas empresas utilizou-se a análise de *clusters*, seguindo os mesmos critérios utilizados para a construção da TAB. 31. A TAB. 45, exposta a seguir, apresenta a distribuição das empresas segundo o tipo de financiamento desejado.

Tabela 45 - Distribuição das empresas segundo o grupo de financiamento desejado.

Grupo	Frequência	Percentual
Grupo 1	149	78,4
Grupo 2	29	15,3
Grupo 3	12	6,3
Total	190	100

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 45 é possível perceber que a maioria das empresas se enquadra no grupo 1 (78%), desejando financiamentos mais arriscados, para modernização e expansão da capacidade, compra de máquinas e equipamentos e investimento em capacitação, com valores de até R\$ 3 milhões, cujos retornos irão de 1% a mais de 20% ao ano. Tal fato relaciona-se à facilidade do crédito.

Já 15% das empresas foram classificadas no grupo 2, desejando um financiamento mais moderado, não investindo na compra de estoques, com projetos de R\$ 51 mil a R\$ 3 milhões, retorno anual de 1% até mais de 20%, não financiando em banco privado em nome da empresa ou via cooperativas.

Cerca de 6% das empresas foram classificadas no grupo 3, desejando um financiamento conservador, não utilizando-o para investir em compra de estoque e capacitação, com projetos de R\$ 51 mil até R\$ 3 milhões, cujo retorno será de 1% a 20% ao ano.

Desta forma, verificou-se que se o crédito fosse mais acessível as empresas, tenderiam a utilizar mais o financiamento, usufruindo dos benefícios tributários da dívida (teoria do trade-off). Percebe-se também que a sequência a partir da qual a empresa deseja captar recursos difere daquela seguida na prática, tanto para casos de curto como de longo prazo. Apesar disso os resultados convergem para a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order*), pois, conforme

Ferreira e Brasil (1997), esta defende que as empresas preferem a utilização do autofinanciamento, recursos na família e em último caso a emissão de dívidas.

A próxima seção apresenta os fatores que determinam o tipo de endividamento atual, endividamento suportado e a meta de endividamento.

5.4 Fatores Determinantes do Tipo de Financiamento Utilizado

Esta seção apresenta a avaliação da associação entre os fatores de perfil das empresas e as características de endividamento. Para tanto foi utilizado o teste exato de Fisher.

Os fatores que representam as características das empresas serão os que seguem: setor de atuação no mercado; idade; tamanho; expectativa de crescimento; tempo de carreira; garantias possuídas. Já as características de endividamento serão descritas segundo os seguintes critérios: nível de endividamento atual; endividamento suportado; meta de endividamento.

Em relação a essas variáveis, acredita-se que possuem associação significativa com o tipo de financiamento utilizado, desejado e a meta de endividamento da empresa. Tal resultado é esperado com base na análise da literatura e estudos de pesquisas anteriores.

Inicialmente foi feita a descrição dos resultados das características da empresa e o nível de endividamento atual. Inicialmente será feita a descrição da relação com o setor de atuação da organização. A TAB. 46, a seguir, mostra os resultados obtidos.

Tabela 46 - Associação entre setor de atuação e nível de endividamento.

Setor	Nível Endividamento			Total	P-valor*
	Até 10%	Até 20%	Até 50%		
Comércio	26	64	28	118	0,011
	68,4%	72,7%	54,9%	66,7%	
Indústria	0	6	10	16	
	0,0%	6,8%	19,6%	9,0%	
Serviços	12	18	13	43	
	31,6%	20,5%	25,5%	24,3%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados secundários de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 46 é possível observar que existe associação significativa entre o nível de endividamento e o setor de atuação das empresas, de acordo com a probabilidade de significância do teste Exato de Fisher, cujo p-valor foi menor que 0,05.

Percebeu-se que empresas do setor de serviços tendem a apresentar dívidas de até 10%, enquanto para empresas do setor industrial este valor é de até 50% e para empresas do comércio, de até 20%.

A TAB. 47, apresenta a associação entre a idade da empresa e o nível de endividamento.

Tabela 47 - Associação entre idade da empresa e nível de endividamento.

Idade	Nível Endividamento			Total	P-valor*
	Até 10%	Até 20%	Até 50%		
Até 1 ano	0	0	1	1	0,004
	0,0%	0,0%	2,0%	0,6%	
Entre 1 e 5 anos	21	28	7	56	
	55,3%	31,8%	13,7%	31,6%	
Entre 5 e 10 anos	10	34	25	69	
	26,3%	38,6%	49,0%	39,0%	
Mais de 10 anos	7	26	18	51	
	18,4%	29,5%	35,3%	28,8%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados secundários de pesquisa.

Verifica-se, tendo em vista o p-valor, que existe forte associação entre a idade das empresas e o nível de endividamento: empresas mais jovens possuem nível de endividamento menor, enquanto este valor aumenta para empresas de 5 a 10 anos e de mais de 10 anos, sucessivamente.

Desta forma, os resultados demonstram que quanto maior o tempo no mercado da empresa maior será a sua utilização de dívidas. Tal relação explica-se pelo fato de que empresas mais tradicionais (com maior tempo no mercado) passam uma maior transparência e confiabilidade aos investidores. Estes achados relacionam-se às pesquisas realizadas por Perobelli *et. al* (2005); Silva, Famá e Martelane (2007); e Silva *et. al* (2007), quando apresentam a boa gestão como fatores essenciais à permanência da empresa no mercado e à sua estrutura de capital, visto que empresas tradicionais passam confiabilidade, pressupondo a maior capacidade de honrar os compromissos. A TAB. 48 descreve a relação entre o nível de endividamento e o tamanho das empresas.

Tabela 48 - Associação entre o tamanho da empresa e nível de endividamento.

Tamanho	Nível Endividamento			Total	P-valor*
	Até 10%	Até 20%	Até 50%		
Até R\$ 120 mil ano	0	2	2	4	0,005
	0,0%	2,3%	3,9%	2,3%	
Entre R\$ 120 mil e R\$ 1 milhão ano	25	31	16	72	
	65,8%	35,2%	31,4%	40,7%	
Acima de R\$ 1 milhão ano	13	55	33	101	
	34,2%	62,5%	64,7%	57,1%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados secundários de pesquisa.

Os dados da TAB. 48 demonstram que quanto maior o tamanho da empresa em termos de faturamento, maior seu nível de endividamento. Esta associação é significativa de acordo com o teste Exato de Fisher, cuja probabilidade de significância, p-valor, foi menor que o nível de 0,05, ou seja, os achados estão de acordo com a teoria, apresentando o tamanho da empresa como fator determinante para o uso da dívida. Conforme Titman e Wessels (1988) e Chen e Xue (2004), espera-se que empresas maiores tenham mais facilidade de captação, pois possuem mais ativos para fornecer como garantias. Desta forma, pela capacidade de honrar seus compromissos, tais empresas tendem a utilizar mais o endividamento, pela capacidade de honrar seus compromissos. A relação entre a expectativa de crescimento e o nível de endividamento está exposta na TAB. 49.

Tabela 49 - Associação entre a expectativa de crescimento e nível de endividamento.

Expectativa	Nível Endividamento			Total	P-valor*
	Até 10%	Até 20%	Até 50%		
Não há expectativa de crescimento	1	5	1	7	0,432
	2,6%	5,7%	2,0%	4,0%	
Crescimento anual de 5%	2	13	5	20	
	5,3%	14,8%	9,8%	11,3%	
Crescimento anual entre 5,01% e 10%	19	43	23	85	
	50,0%	48,9%	45,1%	48,0%	
Crescimento anual entre 10,01 e 20%	15	27	20	62	
	39,5%	30,7%	39,2%	35,0%	
Crescimento anual superior a 20%	1	0	2	3	
	2,6%	,0%	3,9%	1,7%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados secundários de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 49 é possível perceber que não existe associação entre o nível de endividamento das empresas e a expectativa de crescimento, pois o p-valor obtido foi de 0,432. Assim, conclui-se que o nível de endividamento independe da expectativa de crescimento.

O resultado não condiz com a maioria das pesquisas realizadas sobre a estrutura de capital, que apresentam a expectativa de crescimento como um dos determinantes do nível de endividamento da empresa. Kaio e Famá (1997) mostraram que empresas com grande potencial de crescimento tendem a ter elevados custos de agência, elevando conseqüentemente o custo da dívida. Destarte estas empresas deveriam utilizar mais o capital próprio para financiar seus projetos, mostrando grande associação entre dívida e expectativa de crescimento da empresa. A relação entre o tempo de carreira e o nível de endividamento é descrita na TAB. 50, a seguir.

Tabela 50 - Associação entre o tempo de carreira e nível de endividamento.

Tempo	Nível Endividamento			Total	P-valor*
	Até 10%	Até 20%	Até 50%		
Menos de 1 ano	0	0	1	1	0,137
	0,0%	0,0%	2,0%	6%	
Entre 1 e 5 anos	20	34	14	68	
	52,6%	38,6%	27,5%	38,4%	
Entre 5 e 10 anos	13	31	21	65	
	34,2%	35,2%	41,2%	36,7%	
Mais de 10 anos	5	23	15	43	
	13,2%	26,1%	29,4%	24,3%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados secundários de pesquisa.

Verificou-se que não existe associação entre o tempo de carreira e o nível de endividamento, de acordo com o teste Exato de Fisher. Ou seja, o nível de endividamento independe do tempo de carreira dos executivos, sendo a probabilidade de significância igual a 0,137. Os resultados apresentados não estão de acordo com o exposto por Silva *et al.* (2007), que apresentam que boas práticas de gestão, incluindo a experiência do gestor, podem ser fator facilitador para a captação de recursos. A TAB. 51 mostra a relação entre o nível de endividamento e o tipo de garantia.

Tabela 51 - Associação entre o tipo de garantia e nível de endividamento.

Garantia	Nível Endividamento			Total	P-valor*
	Até 10%	Até 20%	Até 50%		
Sim, já existentes	36	83	48	167	0,158
	94,7%	100,0%	96,0%	97,7%	
Sim, os adquiridos com o financiamento	1	0	1	2	
	2,6%	,0%	2,0%	1,2%	
Não	0	0	1	1	
	,0%	,0%	2,0%	,6%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

A probabilidade de significância do teste Exato de Fisher para este caso foi igual a 0,158, indicando que não existem evidências que comprovem a associação entre o nível de endividamento e o tipo de garantia, sendo que a maioria das empresas possui garantias para a realização de financiamento.

Estes achados não estão de acordo com a teoria, pois, conforme Ralan e Zingales (1995) e Chen e Xue (2004), este atributo relaciona-se à decisão de financiamento da empresa, já que os ativos desta podem ser usados como colateral na captação de recursos. Empresas com uma maior estrutura de ativos tangíveis, ou seja, com maior tangibilidade, podem obter mais dívidas, pois têm mais garantias (ativos de maior valor colateral) e conseqüentemente menor custo de capital de terceiros. A relação entre o tempo de garantia e o nível de endividamento é descrita a seguir, através da TAB. 52.

Tabela 52 - Associação entre tempo de garantia e nível de endividamento.

Tempo	Nível Endividamento			Total	P-valor*
	Até 10%	Até 20%	Até 50%		
Até 1 ano	8	5	2	15	0,058
	21,1%	6,0%	4,0%	8,8%	
De 1 a 5 anos	27	70	41	138	
	71,1%	84,3%	82,0%	80,7%	
De 6 a 10 anos	2	6	7	15	
	5,3%	7,2%	14,0%	8,8%	
Mais de 10 anos	1	2	0	3	
	2,6%	2,4%	0%	1,8%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

Através da TAB. 52 é possível concluir, de acordo com o teste Exato de Fisher, cuja probabilidade de significância foi maior que 0,05, que não existem evidências amostrais que possibilitem afirmar que o nível de endividamento depende da idade das garantias. Tal fato não corrobora a teoria, pois, conforme Rajan e Zingales (1995), empresas com ativos mais novos, que possuem maior liquidez, têm maior facilidade na captação de recursos.

Doravante serão avaliadas as associações entre as características das empresas e o nível de endividamento suportado. A TAB. 53 apresenta a associação entre o setor e o endividamento suportado.

Tabela 53 - Associação entre setor de atuação e endividamento suportado.

Setor	Endividamento Suportado			Total	P-valor*
	Até 20%	Até 50%	Até 70%		
Comércio	19	80	19	118	0,012
	70,4%	64,0%	76,0%	66,7%	
Indústria	0	11	5	16	
	0,0%	8,8%	20,0%	9,0%	
Serviços	8	34	1	43	
	29,6%	27,2%	4,0%	24,3%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 53 é possível observar que existe associação significativa entre o endividamento suportado e o setor de atuação das empresas, de acordo com a probabilidade de significância do teste Exato de Fisher, cujo p-valor foi menor que 0,05.

Verifica-se que, das empresas que suportam endividamento mais elevado, a maioria é encontrada no setor de comércio. Em seguida estão aquelas do setor da indústria, e dos serviços, com níveis mais baixos.

As relações estabelecidas para o nível de endividamento utilizado e para o nível de endividamento suportado apresentam similaridade, e ambas apresentam relação com o setor da empresa. Desta forma, os resultados apresentados corroboram o exposto por Perobelli e Famá (2002), que em seus trabalhos apontam que a classificação no setor é um dos determinantes da estrutura de capital, onde empresas que utilizam equipamentos e serviços mais especializados (remetendo ao caráter singular da atividade) deveriam ter um nível de endividamento menor. A associação entre idade da empresa e nível de endividamento suportado são descritas a seguir, pela TAB. 54.

Tabela 54 - Associação entre idade da empresa e endividamento suportado.

Idade	Endividamento Suportado			Total	P-valor*
	Até 20%	Até 50%	Até 70%		
Até 1 ano	0	0	1	1	0,009
	,0%	,0%	4,0%	,6%	
Entre 1 e 5 anos	14	38	4	56	
	51,9%	30,4%	16,0%	31,6%	
Entre 5 e 10 anos	10	45	14	69	
	37,0%	36,0%	56,0%	39,0%	
Mais de 10 anos	3	42	6	51	
	11,1%	33,6%	24,0%	28,8%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

A partir dos resultados verifica-se que existe forte associação entre a idade da empresa e o nível de endividamento suportado; empresas mais novas têm uma resistência menor ao endividamento do que empresas mais antigas. Por outro lado, empresas com mais de 10 anos apresentam um endividamento suportado moderado. Estas conclusões foram baseadas na probabilidade de significância do teste Exato de Fisher. Vale destacar que tanto os resultados sobre a associação entre o endividamento suportado quanto sobre o nível de endividamento utilizado com a idade da empresa apresentaram forte associação, sendo condizentes com a teoria proposta. A TAB. 55, a seguir, apresenta a associação entre tamanho da empresa e o endividamento suportado.

Tabela 55 - Associação entre o tamanho da empresa e endividamento suportado.

Tamanho	Endividamento Suportado			Total	P-valor*
	Até 20%	Até 50%	Até 70%		
Até R\$ 120 mil ano	0	4	0	4	0,037
	0,0%	3,2%	0,0%	2,3%	
Entre R\$ 120 mil e R\$ 1 MM ano	18	43	11	72	
	66,7%	34,4%	44,0%	40,7%	
Acima de R\$ 1 MM ano	9	78	14	101	
	33,3%	62,4%	56,0%	57,1%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados secundários de pesquisa.

A partir do teste Exato de Fisher (p-valor igual a 0,037) é possível concluir que existe forte associação entre o endividamento suportado e o tamanho das empresas, no sentido de que empresas com maior faturamento suportam um índice de dívida maior. Estes resultados apresentam similaridade com o endividamento utilizado e estão de acordo com Titman e Wessels (1998) e Chen e Xue (2004), quando estes apresentam que empresas maiores tendem a utilizar e suportar um maior endividamento.

Os resultados apresentados também estão de acordo com Câmara, Nobre e Guimarães (2006), que verificaram diferenças entre a estrutura de capital de empresas de diferentes tamanhos, atestando que as empresas menores têm restrições quanto ao uso da dívida, pois suportam uma quantidade menor de endividamento. A TAB. 56, a seguir, mostra a associação entre o endividamento suportado e a expectativa de crescimento.

Tabela 56 - Associação entre a expectativa de crescimento e endividamento suportado.

Expectativa	Endividamento Suportado			Total	P-valor*
	Até 20%	Até 50%	Até 70%		
Não há expectativa de crescimento	0	7	0	7	0,162
	0,0%	5,6%	0,0%	4,0%	
Crescimento anual de 5%	3	17	0	20	
	11,1%	13,6%	0,0%	11,3%	
Crescimento anual entre 5,01% e 10%	14	57	14	85	
	51,9%	45,6%	56,0%	48,0%	
Crescimento anual entre 10,01 e 20%	10	43	9	62	
	37,0%	34,4%	36,0%	35,0%	
Crescimento anual superior a 20%	0	1	2	3	
	0,0%	,8%	8,0%	1,7%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

Verificou-se, a partir da probabilidade de significância do teste Exato de Fisher, cujo p-valor foi igual a 0,162, que não existe associação entre a expectativa de crescimento e o nível de financiamento suportado pela empresa. Estes resultados assemelham-se ao encontrados para a associação entre a expectativa de crescimento e o nível de endividamento das empresas, sendo que ambos não estão de acordo com a teoria da estrutura de capital; Kaio e Famá (1997) demonstraram que a expectativa de crescimento é um dos fatores condicionantes para a estrutura de capital da empresa. A associação entre o tempo de carreira dos executivos e o endividamento suportado é descrita a seguir, na TAB. 57.

Tabela 57 - Associação entre o tempo de carreira e endividamento suportado.

Tempo	Endividamento Suportado			Total	P-valor*
	Até 20%	Até 50%	Até 70%		
Menos de 1 ano	0	0	1	1	0,179
	0,0%	0,0%	4,0%	0,6%	
Entre 1 e 5 anos	14	45	9	68	
	51,9%	36,0%	36,0%	38,4%	
Entre 5 e 10 anos	10	45	10	65	
	37,0%	36,0%	40,0%	36,7%	
Mais de 10 anos	3	35	5	43	
	11,1%	28,0%	20,0%	24,3%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

A partir dos resultados encontrados verifica-se que o tempo de carreira dos executivos não influencia de forma significativa o endividamento suportado, sendo que a probabilidade de significância do teste Exato de Fisher foi igual a 0,179, valor mais elevado que o nível de significância considerado no estudo, de 0,05.

Destarte os resultados apresentados estão de acordo com a associação entre o endividamento utilizado e o tempo de carreira, verificando que não há associação desta variável com a estrutura de capital utilizada ou suportada pela empresa. Os resultados não condizem com o exposto por Myers (1984), que, em pesquisa realizada em pequenas empresas, verificou que o tempo de carreira do gestor é um dos fatores que podem interferir no uso da dívida e principalmente no custo desta. A seguir, na TAB. 58, será descrita a associação entre o endividamento suportado e o tipo de garantias.

Tabela 58 - Associação entre o tipo de garantia e endividamento suportado.

Garantia	Nível Endividamento			Total	P-valor*
	Até 10%	Até 20%	Até 50%		
Sim, já existentes	26	116	25	167	1,000
	96,3%	97,5%	100,0%	97,7%	
Sim, os adquiridos com o financiamento	0	2	0	2	
	0,0%	1,7%	0,0%	1,2%	
Não	0	1	0	1	
	0,0%	0,8%	0,0%	0,6%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 58 e de acordo com a probabilidade de significância do teste Exato de Fisher é possível perceber que não existe associação entre o tipo de garantia e o nível de endividamento suportado. Desta forma não há dados que comprovem que empresas que possuem mais garantias para a realização de financiamentos suportem um maior uso de dívidas, conforme exposto por Rajan e Zingales (1995) e Chen e Xue (2004). Ressalta-se que estes achados assemelham-se àqueles da associação entre as garantias da empresa e o nível de endividamento utilizado. A TAB. 59 mostra os resultados da relação entre o tempo de garantia e o endividamento suportado.

Tabela 59 - Associação entre tempo de garantia e endividamento suportado.

Tempo de Garantia	Endividamento Suportado			Total	P-valor*
	Até 20%	Até 50%	Até 70%		
Até 1 ano	7	8	0	15	0,003
	25,9%	6,7%	0,0%	8,8%	
De 1 a 5 anos	16	101	21	138	
	59,3%	84,9%	84,0%	80,7%	
De 6 a 10 anos	2	9	4	15	
	7,4%	7,6%	16,0%	8,8%	
Mais de 10 anos	2	1	0	3	
	7,4%	0,8%	0,0%	1,8%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

A partir do teste exato de Fisher é possível concluir que existe forte associação entre o tempo das garantias (ativo) e o endividamento suportado, no sentido de que empresas cujos tempos são menores (até 1 ano) suportam endividamentos menores, e empresas com garantias de 1 a 10 anos suportam endividamentos maiores. Por outro lado, empresas com garantia de mais de 10 anos também suportam menores níveis de endividamento. O resultado desta associação apresenta divergência com a associação entre o endividamento utilizado e a idade dos ativos da empresa, que não apresentou nenhuma relação com o uso da dívida.

Desta forma, apesar de a existência de ativos não ter relação com o endividamento suportado, a relação entre este e as idades dos ativos é verificável, com empresas com ativos menores suportando menos dívidas; tal relação pode ser explicada pelo fato de que com ativos mais novos a empresa pode ter gastando capital para a sua aquisição, impossibilitando a realização de novas dívidas.

Finalmente serão avaliadas as associações entre as características das empresas e a meta de endividamento. A TAB. 60 apresenta a associação entre o setor e a meta de endividamento.

Tabela 60 - Associação entre setor de atuação e meta de endividamento.

Setor	Meta			Total	P-valor*
	Não Possui	0%	50%		
Comércio	62	57	16	1	0,052
	67,4%	68,7%	66,7%	100,0%	
Indústria	9	2	5	0	
	9,8%	2,4%	20,8%	0,0%	
Serviços	21	24	3	0	
	22,8%	28,9%	12,5%	0,0%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 60 é possível observar que não existe associação significativa entre a meta de endividamento e o setor de atuação das empresas, de acordo com a probabilidade de significância do teste Exato de Fisher, cujo p-valor foi maior que 0,05.

Desta forma, apesar da associação entre o endividamento utilizado e o endividamento suportado com o setor apresentarem forte relação com a estrutura de capital da empresa, verifica-se que o setor não tem relação com a meta de endividamento a qual a empresa busca alcançar. Esperava-se uma relação significativa neste caso, pois, conforme exposto por Perobelli e Famá (2002), o setor ao qual a empresa pertence relaciona-se à estrutura de capital da mesma, ou seja, empresas que utilizam equipamentos e serviços mais especializados (remetendo ao caráter singular da atividade) deveriam ter um nível de endividamento maior. A TAB. 61 mostra a relação entre a idade da empresa e a meta de endividamento.

Tabela 61 - Associação entre idade da empresa e meta de endividamento.

Idade	Meta			Total	P-valor*
	Não Possui	0%	50%		
Até 1 ano	0	0	1	1	< 0,001
	0,0%	0,0%	4,2%	0,5%	
Entre 1 e 5 anos	22	42	3	67	
	23,9%	50,6%	12,5%	33,7%	
Entre 5 e 10 anos	40	24	15	79	
	43,5%	28,9%	62,5%	39,7%	
Mais de 10 anos	30	17	5	52	
	32,6%	20,5%	20,8%	26,1%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

Verifica-se, de acordo com o teste Exato de Fisher, cujo p-valor foi maior do que 0,001, que existe forte associação entre a idade das empresas e sua meta de endividamento, com empresas mais jovens (até 1 ano) tendo metas mais ousadas, mesmo perfil apresentado para empresas com idade entre 5 e 10 anos. Por outro lado, empresas com idade entre 1 e 5 anos e com mais de 10 anos apresentam metas mais conservadoras de endividamento.

Assim, os resultados assemelham-se aos encontrados para as associações entre a idade da empresa e o nível de endividamento utilizado e suportado, em que a idade mostrou-se atributo relevante para a estrutura de capital da mesma. Estes resultados corroboram a teoria exposta no presente trabalho.

A associação entre o tamanho da empresa e a meta de endividamento é descrita a seguir, na TAB. 62.

Tabela 62 - Associação entre o tamanho da empresa e meta de endividamento.

Tamanho	Meta			Total	P-valor*
	Não Possui	0%	50%		
Até R\$ 120 mil ano	3	1	0	4	0,013
	3,3%	1,2%	,0%	2,0%	
Entre R\$ 120 mil e R\$ 1 milhão ano	36	50	7	93	
	39,1%	60,2%	29,2%	46,7%	
Acima de R\$ 1 milhão ano	53	32	17	102	
	57,6%	38,6%	70,8%	51,3%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

Verifica-se, de acordo com a probabilidade de significância do teste Exato de Fisher, que empresas com faturamentos mais elevados, acima de um milhão de reais, apresentam mais ousadia com relação à meta de endividamento em comparação às outras.

Tais resultados vêm confirmar que o tamanho da empresa é um atributo que influi na sua estrutura de capital, pois tal associação apresenta resultados semelhantes quando analisa-se a associação entre o tamanho da empresa e os níveis atuais de financiamento e de financiamento suportado, estando de acordo com o exposto por Titman e Wessels (1988) e Chen e Xue (2004), que apresentam que as empresas maiores tendem a ter metas de endividamento maiores, pois possuem maiores condições de honrar compromissos. A TAB. 63 mostra a associação entre a expectativa de crescimento e a meta de endividamento.

Tabela 63 - Associação entre a expectativa de crescimento e meta de endividamento.

Expectativa	Meta			Total	P-valor*
	Não Possui	0%	50%		
Não há expectativa de crescimento	3	6	0	9	0,661
	3,3%	7,2%	0,0%	4,5%	
Crescimento anual de 5%	11	10	2	23	
	12,0%	12,0%	8,3%	11,6%	
Crescimento anual entre 5,01% e 10%	49	39	11	99	
	53,3%	47,0%	45,8%	49,7%	
Crescimento anual entre 10,01 e 20%	27	28	10	65	
	29,3%	33,7%	41,7%	32,7%	
Crescimento anual superior a 20%	2	0	1	3	
	2,2%	0,0%	4,2%	1,5%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

A partir dos dados expostos não é possível concluir que existe associação entre a expectativa de crescimento e a meta endividamento da empresa, de acordo com o teste Exato de Fisher. Ou seja, a última independe da expectativa de crescimento, sendo a probabilidade de significância (p-valor) igual a 0,661.

Os resultados da associação entre meta de endividamento e expectativa de crescimento são semelhantes àqueles encontrados para a associação entre expectativa de crescimento e endividamento utilizado e suportado, com ambos demonstrando que, para o caso específico deste trabalho, a expectativa de crescimento não é um atributo determinante da estrutura de capital. Tal resultado não condiz com o que defendem Kaio e Famá (1997). A relação entre o tempo de carreira e a meta de endividamento é descrita a seguir, na TAB. 64.

Tabela 64 - Associação entre o tempo de carreira e meta de endividamento.

Tempo	Meta			Total	P-valor*
	Não Possui	0%	50%		
Menos de 1 ano	0	0	1	1	0,001
	0,0%	0,0%	4,2%	0,5%	
Entre 1 e 5 anos	31	47	5	83	
	33,7%	56,6%	20,8%	41,7%	
Entre 5 e 10 anos	37	23	13	73	
	40,2%	27,7%	54,2%	36,7%	
Mais de 10 anos	24	13	5	42	
	26,1%	15,7%	20,8%	21,1%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

Verifica-se que existe forte associação entre a meta de endividamento e o tempo de carreira dos executivos, com executivos mais jovens (entre 1 e 5 anos de carreira) utilizando menores metas de endividamento, enquanto os mais experientes (acima de 5 anos de carreira) utilizam metas maiores.

Os resultados corroboram o exposto por Myers (1984), que aponta que o tempo de carreira é um dos fatores condicionantes da estrutura de capital da empresa. Vale ressaltar que o tempo de carreira possui relação, para o caso desta pesquisa, somente com a meta de endividamento, não apresentando os mesmos resultados para o endividamento utilizado e suportado pela empresa. A associação entre o tipo de garantia e a meta de endividamento é exposta a seguir, na TAB. 65.

Tabela 65 - Associação entre o tipo de garantia e meta de endividamento.

Garantia	Meta			Total	P-valor*
	Não Possui	0%	50%		
Sim, já existentes	88	75	23	186	0,122
	100,0%	92,6%	95,8%	96,9%	
Sim, os adquiridos com o financiamento	0	2	0	2	
	0,0%	2,5%	0,0%	1,0%	
Não	0	3	1	4	
	0,0%	3,7%	4,2%	2,1%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

A partir da análise da TAB. 65 é possível concluir que não existe associação significativa entre o tipo de garantia utilizada para os financiamentos e a meta de endividamento das empresas, de acordo com a probabilidade de significância do teste Exato de Fisher, cujo valor p-valor foi 0,122.

Este resultado assemelha-se àqueles das associações entre os tipos de garantias existentes na empresa e os níveis de endividamento utilizado e suportado, confirmando, para o caso desta pesquisa, que não se pode considerar os tipos de garantia como atributos relacionados à estrutura de capital da empresa. Tais resultados não condizem com as afirmações de Rajan e Zingales (1995) e Xue (2004), que apresentam as garantias existentes como um fator relacionado à utilização de dívidas pelas empresas. A seguir, a TAB. 66 apresenta a associação entre o tempo das garantias e a meta de endividamento.

Tabela 66 - Associação entre tempo de garantia e meta de endividamento.

Tempo	Meta			Total	P-valor*
	Não Possui	0%	50%		
Até 1 ano	3	10	3	16	0,067
	3,4%	12,7%	12,5%	8,4%	
De 1 a 5 anos	78	63	16	157	
	88,6%	79,7%	66,7%	82,2%	
De 6 a 10 anos	6	4	5	15	
	6,8%	5,1%	20,8%	7,9%	
Mais de 10 anos	1	2	0	3	
	1,1%	2,5%	0,0%	1,6%	

* Teste Exato de Fisher.

Fonte: dados de pesquisa.

Verifica-se que não existe associação entre a meta de endividamento e o tempo das garantias, tendo em vista a probabilidade de significância do teste Exato de Fisher, ou seja, a meta de endividamento independe do tempo das garantias. Desta forma, a idade dos equipamentos não reflete na meta de endividamento da empresa, contrapondo o exposto por Rajan e Zingales (1995). Vale ressaltar que os resultados desta associação assemelham-se aos daquela entre o nível de endividamento utilizado e o tempo das garantias, sendo que ambos os casos não podem ser considerados como fatores relevantes à estrutura de capital da empresa. No caso específico da associação entre a idade dos equipamentos passíveis de serem utilizados como garantias e o nível de endividamento suportado pelas empresas pode-se dizer que há uma relação com o uso da dívida e conseqüentemente com sua estrutura de capital.

Em resposta ao terceiro objetivo, segue Quadro 01, que apresenta as variáveis que possuem ou não associação com endividamento atual, suportado e a meta de endividamento da empresa.

Quadro 01 – Resultado da associação entre as variáveis

Variáveis	Endividamento Atual	Endividamento Suportado	Meta de Endividamento
Setor de Atuação	X	X	-
Idade da Empresa	X	X	X
Tamanho da Empresa	X	X	X
Expectativa de Crescimento	-	-	-
Tempo de Carreira dos Sócios	-	-	X
Tipo de Garantia da empresa	-	-	-
Idade dos Equipamentos	-	X	-

Fonte: dados de pesquisa

Obs: X (possui associação); - (não possui associação).

Desta forma, verifica-se a partir do quadro 01 que as variáveis, idade da empresa e expectativa de crescimento possuem associação com o nível de endividamento atual, suportado e meta de endividamento, corroborando com a teoria e o pressuposto traçado.

Já o setor de atuação da empresa, possui associação somente com o endividamento atual e suportado, não possuindo associação para o caso específico desta pesquisa com a meta de endividamento.

A variável tempo de carreira possui associação somente com a meta de endividamento e a idade dos equipamentos passíveis de serem dados como garantia possui associação somente com o endividamento suportado.

O tempo de carreira dos sócios e a expectativa de crescimento, para o caso específico deste trabalho não pode ser considerado um atributo da estrutura de capital, pois não apresentaram associação com endividamento atual, suportado e a meta de endividamento. Assim, tal fato não está de acordo como pressuposto traçado.

6. CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como tema central o estudo da estrutura de capital em empresas de pequeno porte da cidade de Itabira, Minas Gerais, e buscou responder, como estas financiam seus projetos de investimento. A fim de resolver o problema proposto, o objetivo da pesquisa foi descrever e analisar como as empresas em questão financiam seus projetos de investimento, buscando identificar o tipo de financiamento utilizado e o tipo desejado por elas e quais atributos consideram relevantes no momento de escolha do tipo de financiamento.

A abordagem utilizada na pesquisa foi de ordem quantitativa, e o tipo de pesquisa foi descritiva, utilizando o método de pesquisa de campo. O universo da pesquisa constituiu-se de 2925 EPP de Itabira, sendo a amostra classificada como probabilística do tipo aleatória simples e composta por 200 empresas; os sujeitos de pesquisa foram os gerentes financeiros das empresas que compõem a amostra e a coleta de dados foi realizada através da aplicação de questionário; a análise de dados foi deu-se através de métodos estatísticos multivariados, sendo utilizada a estatística descritiva e análises uni- e multivariadas com o auxílio do *software SPSS (Statistical Package for the Social Science)*, com o intuito de elaborar o tratamento estatístico para responder às questões levantadas pela pesquisa.

Desta forma, com base na análise deste primeiro objetivo, percebe-se que os resultados apresentados corroboram o pressuposto traçado na pesquisa, ou seja, as empresas de pequeno porte apresentam índices baixos de endividamento, tanto no curto, quanto no longo prazo, possuindo restrições ao uso da dívida, optando pela utilização de capital próprio, de amigos ou familiares e fornecedores, ao invés de contrair empréstimos junto a bancos. Este fato explica-se principalmente por fatores relacionados ao custo e a facilidade de obtenção de financiamentos. A maioria dos resultados encontrados estão de acordo com a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order*).

Em resposta ao segundo objetivo, verificou-se que se o crédito fosse mais acessível as empresas, tenderiam a utilizar mais o financiamento, usufruindo dos benefícios tributários da dívida (teoria do trade-off). Assim buscariam realizar mais investimentos, principalmente no que se refere a expansão e modernização da empresa. Percebe-se também que a sequência a partir da qual a empresa deseja captar recursos difere daquela seguida na prática, tanto para casos de curto como de longo prazo. Apesar disso os resultados convergem para a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order*), pois, conforme Ferreira e Brasil (1997), esta defende que as empresas preferem a utilização do autofinanciamento, recursos na família e em último caso a emissão de dívidas.

Desta forma, em resposta ao terceiro objetivo específico, para o qual buscou-se identificar os atributos referentes à estrutura de capital nas empresas pesquisadas, foi analisada a associação entre o nível de endividamento utilizado pelas empresas, o nível de endividamento suportado e a meta de endividamento, com as variáveis apresentadas no trabalho.

Pode-se observar que existe associação significativa entre o nível de endividamento utilizado, suportado e o setor de atuação das empresas, fato que está de acordo com a teoria, pois, conforme exposto por Perobelli e Famá (2002), o setor ao qual a empresa pertence relaciona-se à estrutura de capital da mesma, ou seja, empresas que utilizam equipamentos e serviços mais especializados (remetendo ao caráter singular da atividade) deveriam ter um nível de endividamento mais acentuado. No entanto, tal associação significativa não foi encontrada na comparação entre a meta de endividamento e o setor, de acordo com a probabilidade de significância do teste Exato de Fisher, cujo p-valor foi maior que 0,05.

Verifica-se que existe forte associação entre a idade das empresas e o nível de endividamento utilizado, o nível suportado e a meta de endividamento, de acordo com o teste Exato de Fisher. Assim, os resultados demonstram que a idade da empresa é um atributo relevante para a estrutura de capital da mesma, estando consoante com os achados de pesquisas realizadas por Perobelli *et. al* (2005), Silva, Famá e Martelane (2007) e Silva *et. al* (2007), quando apresentam que a boa gestão é essencial para a permanência da empresa no mercado e, para a sua estrutura de

capital, visto que empresas tradicionais passam confiabilidade, pressupondo a maior capacidade de honrar os compromissos.

Através dos resultados da presente pesquisa, para as associações entre o tamanho da empresa e o nível de endividamento utilizado, suportado e a meta de endividamento verifica-se, através do teste Exato de Fisher, que existe forte associação entre estas. Assim, tais resultados servem para confirmar que o tamanho da empresa é um atributo relevante à estrutura de capital da mesma, pois tal associação apresenta resultados semelhantes às pesquisas de Titman e Wessels (1988) e Chen e Xue (2004), que apresentam que as empresas maiores tendem a ter maiores índices e metas de endividamento, além de possuir maiores condições de honrar compromissos.

Através dos dados da pesquisa não se pode concluir que existe associação entre a expectativa de crescimento e o nível de endividamento utilizado, suportado e a meta de crescimento, de acordo com o teste Exato de Fisher. Assim, os resultados encontrados demonstram que, no caso específico deste trabalho, a expectativa de crescimento não é um atributo referente à estrutura de capital, o que não condiz com o exposto por Kaio e Famá (1997), que apresentam a expectativa de crescimento como um dos condicionantes da estrutura de capital da empresa.

Em relação às associações realizadas entre o tempo de carreira e o nível de endividamento atual da empresa e o nível de endividamento suportado, verificou-se que estes não possuem relação com base nos testes realizados. Assim, no que diz respeito ao endividamento atual e suportado, estes independem do tempo de carreira. Por outro lado, quando comparado o tempo de carreira dos executivos e a meta de endividamento, verifica-se forte associação entre as variáveis. Os resultados para a associação da meta de endividamento estão consoantes com o exposto por Myers (1984), quando este aponta que o tempo de carreira é um dos condicionantes à estrutura de capital da empresa.

Constatou-se que não existe associação significativa entre o tipo de garantia utilizada para os financiamentos e o nível de endividamento atual da empresa, o nível de endividamento suportado e a meta de endividamento, de acordo com a

probabilidade de significância do teste Exato de Fisher. Tais resultados apresentam que, para esta pesquisa, os tipos de garantia não podem ser considerados como um dos atributos relacionados à estrutura de capital da empresa. Tal fato não condiz com os achados de Rajan e Zingales (1995) e Xue (2004) que apresentam as garantias existentes como um fator relacionado à utilização de dívidas pelas empresas.

Em relação às associações realizadas entre o tempo dos equipamentos passíveis de serem dados como garantias, constatou-se que não existe associação entre esta variável e o nível de endividamento utilizado e a meta de endividamento da empresa, ou seja, para este trabalho a idade dos equipamentos não reflete na estrutura de capital das empresas. Porém, a associação realizada entre o nível de endividamento suportado e a idade dos equipamentos foi positiva de acordo com o teste Exato de Fisher, ou seja, para o caso do endividamento suportado, este é dependente da idade dos equipamentos da empresa a serem dados como garantia, o que está de acordo com a teoria apresentada nesta pesquisa.

O objetivo geral desta pesquisa, qual seja descrever e analisar como as empresas de pequeno porte (EPP) situadas em Itabira, MG financiam seus projetos de investimento foi respondido, bem como o problema de pesquisa.

Assim, sugere-se a realização de novas pesquisas abrangendo outros municípios, bem como empresas de portes diferentes, a fim de comparar os resultados com os expostos nesta pesquisa. Sugere-se também a realização da mesma pesquisa em um setor específico, buscando utilizar, além de questionários, entrevistas, a fim de possibilitar uma análise em maior nível de profundidade dentro de um setor.

REFERÊNCIAS

ALVES-MAZZOTTI, Alda Judith; GEWANDSZNAJDER, Fernando. **O método das ciências naturais e sociais: pesquisa quantitativa e qualitativa**. 2. ed. São Paulo: Thomson, 1999. 220 p.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 165 p.

ANTONIALLI, Marcelo L.; OLIVEIRA, Letícia de. Uso da estrutura de capital em empresas agroindustriais. **Organizações Rurais e Agroindustriais**, v. 6, n. 2, p. 135 -148, 2004.

APPOLINÁRIO, Fábio. **Metodologia da ciência: filosofia e prática da pesquisa**. São Paulo, Thomson, 2006. 220 p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 714 p.

BABIIE, Earl. **Métodos de pesquisas de survey**. 2. ed. Belo Horizonte: UFMG, 2003. 519p.

BAKER, M; RUBACK, R. S.;WURGLER, J. Market timing and capital structure. **Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1-30, February, 2002.

BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004. 194 p.

BODIE, ZVI; MERTON, Robert C. **Finanças**. 1. ed. Porto Alegre: Bookman, 2002. 456 p.

BRASIL. **Estatuto da microempresa e empresa de pequeno porte**. Lei n. 9841, de 05 de outubro de 1999.

BRASIL. **Lei das S.A**, n. 10. 303, de 31 de dezembro de 2001.

BRASIL. **Lei complementar n. 130, de 10 de novembro de 2011**. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/leiscomplementares/2006/leicp123.htm>. Acesso em 26 Abr./ 2012.

BRASIL, Haroldo G. **Endividamento e valor: um estudo do comportamento financeiro da firma**. Tese (Doutorado em Economia) UFRJ. Rio de Janeiro, 1997. 164 p.

BREALEY, Richard A; MYERS, Steward C. **Finanças corporativas: investimento de capital e avaliação**. Porto Alegre: Bookman, 2006. 552 p.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999. 736 p.

BURKOWSKI, Érika. **Identificando preferências e atributos relacionados à decisão de financiamento a partir das técnicas de conjoint e correspondência:** uma aplicação de empresas de capital fechado localizadas na cidade de Juiz de Fora. 2008. 131f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Mestrado em Economia Aplicada da Faculdade de Economia e Administração da Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora. 2008.

BURKOWSKI, Érica; PEROBELLI, Fernanda F.; ZANINI, Alexandre. A identificação de preferências e atributos relacionados a estrutura de capital em pequenas empresas. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, v. 8, n. 1, Art. 2, jan./jun. 2009. 29 p.

CÂMARA, Samuel F; NOBRE, Liana H. N; GUIMARÃES, Francisco R. F. Jr. Os níveis de endividamento das pequenas e médias empresas brasileiras são determinados por sua estrutura de capital? In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, Fortaleza. **ANAIS..** Fortaleza: ENEGEP, 2006. 9 p.

CERVO, Amado L; BERVIAN, Pedro A; DA SILVA, Roberto. **Metodologia científica.** 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CHEN, J. J.; XUE, Y. **New empirical panel study on the capital structure of Chinese listed companies.** Working Paper. N. 3, University of Basel WWZ / Department of Finance, April 2003.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de pesquisa em administração.** 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003. 626 p.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas.** 2. ed. São Paulo: Bookman, 2004. 796 p.

DIEHL, Astor A; TATIM, Denise C. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas.** São Paulo: Pearson, 2006. 200 p.

DONALDSON, G. **Strategy for financial mobility.** Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 1969.

DURAND, D. **Cost of debt and equity funds of business:** trends and problems of measurement. In: CONFERENCE ON RESEARCH ON BUSINESS FINANCE, p. 215-261, 1952, New York: University National Bureau, 195

ESTHER, Angelo Brigato; CUNHA, Elcimir Paço; SANÁBIO, Marcos Tanure. **Pequenas empresas:** reflexões e perspectivas de ação. Juiz de Fora: EDUFJF, 2006.

FACHIN, Odília. **Fundamentos de metodologia.** 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 216 p.

FERREIRA, Luciano Souza de.; BRASIL, Haroldo G. Estrutura de capital: um teste preliminar da “pecking order hypothesis”. In: ENCONTRO NACIONAL DE

PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 21.. 1997, Rio das Pedras. **ANAIS...** Rio de Janeiro: ANPAD, 1997.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 198 p.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004. 610 p.

HAIR JÚNIOR, Joseph F. et al. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookmam, 2005. 593 p.

HAIR, Joseph F. et al.. **Análise multivariada de dados**. 5. Ed. São Paulo: Prentice Hall, 1998.

HARRIS Milton; HAVIV Artur. – The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, vol. 46, nº 1, p. 297– 355, 1991.

IBGE. Coordenação de indústria. **Pesquisa industrial mensal**. Disponível: http://www.ibge.com.br/home/presidencia/noticias/noticia_visualiza.php?id_noticia=1601&id_pagina=1. Acesso em 20 janeiro. 2011.

IBGE. **Censo demográfico 2010 – Resultados do universo**. Disponível: <http://www.ibge.com.br/cidadesat/topwindow.htm?1>. Acesso em 25 jan. 2010.

Instituto Brasileiro de Mineração (IBRAM). **Informações e análise da economia mineral brasileira**. Disponível: <HTTP://www.ibram.com.br> Acesso em 25 de setembro de 2011.

JENSEN, Michael C. and MECKLING, Willian H.. **Theory of the firm**: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Julho/1976.

JIMÉNEZ, J. I. C. **Um teste sobre a teoria de market timing na determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras**. 2007. 131f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Mestrado em Economia do IBMEC São Paulo. 2007.

JUNG, Carlos Fernando. **Metodologia para pesquisa e desenvolvimento**. Aplicada a novas tecnologias, produtos e processos. Rio de Janeiro: Axcel Books do Brasil, 2004. 328 p.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. Teoria da agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Cadernos de pesquisa em administração**, v. 2, n.5, p. 1-82, 2º Sem./1997.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, Vol. 32, nº 2, pp. 371 – 387, May 1977.

LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2005. 660 p.

LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa; PISA, Beatriz Jackiu. **Administrando micro e pequenas empresas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. 223 p.

LONGENECKER, Justin G.; MOORE, Carlos W.; PETTY, J. William. **Administração de pequenas empresas**. São Paulo: Makron Books, 1997.

MARCONI, Marina de Andrade de; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005. 308 p.

BODIE, ZVI; MERTON, Robert C. **Finanças**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2002. 459 p.

MICHAELAS, Nicos; CHITTENDEN, Francis; POUTZIOURIS, Panikos. A model of capital structure decisionmaking in small firms. **Journal of Small Bussines and Enterprises Development**. Vol. 5, nº 6. June, 1998. Não paginado.

MINARDI, A. M. A. F.; SANVICENTE, A. Z. Decisão de estrutura de capital em empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33.. 2009, São Paulo. **ANAIS...** São Paulo: ANPAD, 2009. 14 p.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. **The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment**. American Economic Review, jun.1958.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. **Corporate income taxes and the cost of capital: a correction**. American Economic Review, jun. 1963.

MOREIRA, M; PUGA, F. **Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano real**. BNDES. Texto para discussão nº 84. Rio de Janeiro, outubro de 2000, 33 p.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. The Journal of Finance, july 1984.
ROSS, Stephen A. The determination of financial structure: the Incentive – Signalling Approach. **The Bell Journal of economics**, vol. 8, n. 1, p. 23 – 40, Spring, 1977.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 33– 46, Jul./Set. 2002.

PEROBELLI, F. F. C. et al. Investigação dos fatores determinantes da estrutura de capital e da governança corporativa. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29.. 2005, Brasília. **ANAIS...** Brasília: ANPAD, 2005. 16 p.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from intertional data. **Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, december, 1995.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 255 p.

ROCHA, Flávio Dias. Influência do desempenho acionário na estrutura de capital. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33.. 2009, Salvador. **ANAIS...** Salvador: ANPAD, 2009. 14 p.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 594 p.

SANTANA, José Ricardo de.;TUROLLA, Frederico. Escolha da estrutura de capital: aplicação ao caso do setor petroquímico brasileiro no período de 1991-2000. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 26.. 2002, Salvador. **ANAIS...** São Paulo: ANPAD, 2002. 12 p.

SEBRAE. **Anuário estatístico**: ano base 2007. Disponível: <<http://www.sebraesp.com.br/principal/conhecendo%20a%20mpe/>>. Acesso em 22 jan. 2011.

SEBRAE. **Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil**. 2004. Disponível: <http://www.sebrae.com.br/br/aprendasebrae/mortalidade_empresas.asp>. Acesso em 13 de jan. 2011.

SILVA, E. S.; et al. Os efeitos da governança corporativa sobre os *ratings* de crédito das debêntures emitidas por empresas listadas nos níveis diferenciados de governança da Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33.. 2009, Salvador. **ANAIS...** Salvador: ANPAD, 2009. 16 p.

SILVA, Wesley Mendes da; FAMÁ, Rubens; MARTELANE, Roy. Governança corporativa e estrutura de capital em empresas brasileiras listadas na Bovespa.. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31.. 2007, Rio de Janeiro. **ANAIS...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 16 p.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, Lucas Ayres B. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**, v. 12, n. 3, p. 763-788, Jul./Set. 2008.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**. São Paulo. Tese (Doutorado em Economia)- Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2004. 250 p.

SIRIHAL, Alexandre B.; MELO, Alfredo Alves de Oliveira. Estrutura de capital: benefícios e contra-benefícios fiscais do endividamento. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 23.. 1999, Foz do Iguaçu. **ANAIS...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 2009. 14 p.

SMITTH, Dalton Jr. **Financiamento das pequenas e médias empresas**: aspectos do processo de decisão empresarial e o instrumento de capital de risco. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2002. 122 p.

STIGLITZ, J. E. A consumption –oriented theory of the demand for financial assets and the term structure of interest rates. **The Review of Economics Studies**. V. 37, n. 3, P. 321-351, jul. 1970.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 137-151, June, 1988.

VALLANDRO, Luiz F. J.; ZANI, João; SCHONERWARL, Carlos. Estrutura de capital: um estudo empírico sobre a ocorrência do *equity market timing* nas decisões de financiamento das companhias abertas brasileiras. In: SEMINÁRIO BRASILEIRO DE FINANÇAS, XX 2010, São Paulo. **ANAIS...** São Paulo: SBFIN, 2010. 17 p.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

WELCH, I. **Capital structure and stock returns**. Journal of political economy, v. 112, n. 1, p. 106-131, February 2004.

WESTON, J. F. & BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

WILLIAMSON, O. **The mechanis of governance**. Oxford: Oxford University Press. 1996.

APÊNDICE A – Questionário de pesquisa

I. O respondente deve marcar apenas uma alternativa (a que reflita melhor a situação da empresa), exceto nas questões onde estiver especificado: “Questão admite mais de uma resposta”.

- 1) Setor de atuação
 - a) comércio (setor específico: _____)
 - b) indústria (setor específico: _____)
 - c) serviços (setor específico: _____)

- 2) Constituição jurídica da empresa
 - a) Empresário individual
 - b) Sociedade empresária Limitada
 - c) Sociedade anônima de capital fechado
 - d) Outras _____

- 3) Forma de tributação da renda
 - a) Optante pelo SIMPLES
 - b) Lucro presumido
 - c) Lucro real

- 4) Existência legal
 - a) Até 1 ano
 - b) Entre 1 e 5 anos
 - c) Entre 5 e 10 anos
 - d) Mais de 10 anos, indicar idade: _____

- 5) Número de empregados
 - a) até 10
 - b) Entre 11 e 50
 - c) entre 51 e 100
 - d) Entre 101 e 500

- 6) Tamanho da empresa (faturamento anual)
 - a) Sem faturamento (fase pré-operacional).
 - b) Até R\$ 120 mil/ano
 - c) Entre 120 mil e R\$ 1 milhão ano
 - d) Entre R\$ 1 milhão e R\$ 10 milhões/ano

- 7) Qual é a expectativa de crescimento médio anual para os próximos anos?
 - a) Não há expectativa de crescimento relevante
 - b) Crescimento anual de 5%
 - c) Crescimento anual entre 5,01 e 10%

- d) Crescimento entre 10,01 e 20%
- e) crescimento anual superior a 20%
- 8) Quantos dias são transcorridos entre a compra de um produto e sua venda, ou compra da matéria-prima e venda do produto acabado (em média)?
- a) nenhum (não forma estoque)
- b) Até 5 dias
- c) Entre 6 e 30 dias
- d) Entre 31 e 60 dias
- e) Mais de 60 dias
- 9) Quantos dias são transcorridos entre a venda de produto ou prestação de serviços pela empresa e a data de recebimento das vendas?
- a) Nenhum (só vende à vista)
- b) Até 5 dias
- c) Entre 6 e 30 dias
- d) Entre 31 e 60 dias
- e) Mais de 60 dias
- 10) Quantos dias o fornecedor concede de prazo para pagamento das compras em média?
- a) nenhum (compras à vista)
- b) até 5 dias
- c) entre 6 e 30 dias
- d) entre 31 e 60 dias
- e) mais de 60 dias
- 11) Quem toma as principais decisões operacionais e financeiras na empresa?
- a) o Administrador com formação acadêmica em Administração de Empresas
- b) o Administrador com formação acadêmica em outra área (especificar a formação acadêmica do administrador):_____
- c) administrador sem formação acadêmica
- d) demais sócios em conjunto
- e) o principal sócio
- f) outros indicar:_____
- c) apenas quando se tratam de questões estratégicas

12) Qual o tempo de carreira como administrador de empresas (em geral) do principal decisor?

- a) menos de 1 ano
- b) entre 1 e 5 anos
- c) entre 5 e 10 anos
- d) mais de 10 anos (especificar:_____)

13) Qual o percentual de participação no capital social detido pelo sócio principal?

- a) 0 a 10%
- b) 11 a 50%
- c) 51 a 99%
- d) 100%

14) Indique o tipo de financiamento de curto prazo (capital de giro) que a empresa mais utiliza:

- a) Negociação de prazos com fornecedores
- b) reservas em períodos anteriores e retidos na empresa
- c) empréstimos de familiares/amigos a empresa
- d) empréstimos de familiares/amigos aos sócios
- e) descontos de cheques pré-datados/duplicatas/notas promissórias em *factoring* ou bancos
- f) descontos de cheques pré-datados/duplicatas/notas promissórias via empresas/pessoas físicas não regulamentadas
- g) linha de crédito bancário específica para capital de giro de empresas
- h) conta garantida da empresa
- i) empréstimo bancário tomado em nome dos sócios
- j) outro (especificar:_____)
- k) não utiliza nenhum tipo de financiamento (vá para questão 23)

15) Quanto este tipo de financiamento (marcado na questão 14) representa no total de recursos investidos na empresa?

- a) menos de 20%
- b) entre 21 e 50%
- c) entre 51 e 80%
- d) entre 81 e 100%

16) Qual o prazo médio de pagamento desse tipo específico de financiamento (marcado na questão 14)?

- a) menos de 30 dias
- b) entre 31 e 180 dias
- c) entre 181 e 360 dias
- d) mais de 360 dias

- 17) Qual o custo médio desse tipo de financiamento (marcado na questão 14)?
- a) até 1% ao mês (ou até 13% ao ano)
 - b) entre 1,01% e 3% ao mês (ou entre 13,01% e 43% ao ano)
 - c) entre 3,01% e 5% ao mês (ou entre 43,01% e 80% ao ano)
 - d) entre 5,01% e 10% ao mês (ou entre 80,01% e 215% ao ano)
 - e) mais de 10% ao mês (mais de 215% ao ano)
 - f) sem custo
- 18) Por que optou por esse tipo específico de financiamento (marcado na questão 14)?
- a) recomendação do gerente do banco/agente especializado
 - b) facilidade de obtenção de financiamento
 - c) taxas cobradas e sistemas de garantias exigido
 - d) prazo
 - e) única opção disponível
 - f) outro (especificar:_____)
- 19) Qual o tipo de financiamento de longo prazo mais utilizado atualmente?
- a) financiamento de fornecedores de equipamentos
 - b) reservas acumuladas em períodos anteriores e retidos na empresa
 - c) aporte de capital pelos sócios
 - d) empréstimos de familiares/amigos a empresa
 - e) empréstimos de familiares/amigos aos sócios
 - f) empréstimo bancário em banco privado, tomado em nome dos sócios (pessoa física)
 - g) empréstimos governamentais (BB, Caixa, BNDES, FINAME, BDMG)
 - h) capital de risco de investidor profissional
 - i) Outro:_____
- 20) Quanto este tipo específico de financiamento (marcado na questão 19) representa no total de recursos investidos na empresa?
- a) menos de 20%
 - b) entre 21 e 50%
 - c) entre 51 e 80%
 - d) entre 81 e 100%
- 21) Qual o prazo médio de pagamento desse tipo específico de financiamento (marcado na questão 19)?
- a) entre 1 e 3 anos
 - b) entre 4 e 8 anos
 - c) mais de 8 anos (especificar:_____)

22) Qual o custo médio desse tipo específico de financiamento (marcado na questão 19)?

- a) até 1% ao mês 9 ou até 13% ao ano)
- b) entre 1,01% e 3% ao mês (ou entre 13,01% e 43% ao ano)
- c) entre 3,01% e 5% ao mês (ou entre 43,01% e 80% ao ano)
- d) entre 5,01% e 10% ao mês (ou entre 80,01% e 215% ao ano)
- e) mais de 10% ao mês (ou mais de 215% ao ano)
- f) sem custo

23) Por que optou por esse tipo específico de financiamento (marcado na questão 19)?

- a) recomendação do gerente do banco
- b) facilidade de obtenção
- c) taxas cobradas e sistemas de garantia exigido
- d) prazo
- e) única opção disponível
- f) outro (especificar:_____)

24) Para qual utilização mais busca financiamento (externos e de sócios)?

- a) financiamento de estoques
- b) adiantamento das vendas a prazo realizadas
- c) compra de máquinas e equipamentos
- d) expansão de infra-estrutura da operação (planta)
- e) pagamento de dívidas antigas
- f) investimentos em treinamentos e capacitação
- g) outra (especificar:_____)
- h) não busca financiamento nunca, financiando-se apenas com os lucros gerados pela própria operação

25) Indique qual é aproximadamente o nível de endividamento atual da empresa (proporção dívida dinheiro dos sócios empregada na atividade no momento)

- a) até 10% de dívidas e 90% de dinheiro dos sócios
- b) até 20% de dívidas e 80% de dinheiro dos sócios
- c) até 50% de dívidas e 50% de dinheiro dos sócios
- d) até 70% de dívidas e 30% de dinheiro dos sócios
- e) até 90% de dívidas e 10% de dinheiro dos sócios

26) Indique qual o nível de endividamento máximo que você acredita que a empresa suportaria (proporção dívida-dinheiro dos sócios máxima)

- a) até 10% de dívidas e 90% de dinheiro dos sócios
- b) até 20% de dívidas e 80% de dinheiro dos sócios
- c) até 50% de dívidas e 50% de dinheiro dos sócios
- d) até 70% de dívidas e 30% de dinheiro dos sócios
- e) até 90% de dívidas e 10% de dinheiro dos sócios

- 27) Indique, caso exista, a meta de endividamento buscada pela empresa (proporção dívida-dinheiro dos sócios que a empresa gostaria de manter)
- a) não busca nenhuma meta
 - b) 0% de dívida e 100% de dinheiro dos sócios
 - c) 50% de dívidas e 50% de dinheiro dos sócios
 - d) até 100% de dívidas e 0% de dinheiro dos sócios
 - e) outra (especificar:_____)
- 28) A empresa já utilizou, ao longo de sua história, consultoria externa para melhorar as práticas gerenciais ou desenvolver projetos de investimento?
- a) não
 - b) sim. Especificar
- 29) Como o administrador financeiro avalia a empresa em termos de nível de gerenciamento?
- a) Gerenciamento ótimo
 - b) Gerenciamento bom
 - c) Gerenciamento regular
 - d) Gerenciamento ruim
- 30) A empresa pretende fazer novos investimentos nos próximos anos?
- a) sim
 - b) não (vá para a questão 37)
- 31) Em que consistirá os novos investimentos?
- a) compra de estoques
 - b) compra de máquinas e equipamentos
 - c) expansão/modernização de infra-estrutura da operação (planta)
 - d) investimento em treinamento e capacitação
 - e) outro (especificar:_____)
- 32) Qual é o valor total necessário para a realização dos novos projetos de investimento?
- a) até R\$ 50 mil
 - b) entre 51 e 500 mil
 - c) entre 501 mil e R\$ 1 milhão
 - d) entre R\$ 1,01 milhão e R\$ 3 milhões
 - e) mais de três milhões
- 33) Qual é a expectativa de retorno sobre os novos investimentos projetados?
- a) até 10% ao ano
 - b) entre 11 e 15% ao ano
 - c) entre 16 e 20% ao ano

d) mais de 20% ao ano

34) Como se pretende financiar os novos investimentos projetados (questão admite mais de uma alternativa como resposta)?

- a) financiamento de fornecedores de equipamentos
(proporção:_____)
- b) lucros acumulados em períodos anteriores e retidos na empresa
(proporção:_____)
- c) empréstimos de familiares/amigos à empresa
(proporção:_____)
- d) empréstimos de familiares/amigos aos sócios
(proporção:_____)
- e) empréstimo bancário em banco privado, tomado em nome da empresa (proporção:_____)
- f) empréstimo bancário em banco privado, tomado em nome dos sócios (pessoa física) (proporção:_____)
- g) empréstimos governamentais(BB, Caixa, BNDES, FINAME, BDMG)
(proporção:_____)
- h) empréstimos via cooperativas/banco do povo/ONG's de microcrédito (proporção:_____)
- i) capital de risco de investidor profissional
(proporção:_____)
- j) outro (especificar:_____)
(proporção:_____)

35) A empresa possui bens que podem ser utilizados como garantia na obtenção de empréstimos de longo prazo para esses investimentos?

- a) sim, já existentes
- b) sim, os adquiridos com o financiamento
- c) não

36) Qual é a idade média dos equipamentos atuais da empresa (passíveis de serem dados como em garantia)?

- a) até 1 ano
- b) de 1 a 5 anos
- c) de 6 a 10 anos
- d) mais de 10 anos

37) Na sua opinião quais fatores limitam a utilização de financiamento pela empresa (questão admite mais de uma resposta)?

- a) não há fatores limitadores
- b) exigência de muitos documentos/comprovações na contratação
- c) falta de apoio/orientação á concessão de empréstimos pelos bancos

- d) taxas cobradas e garantias exigidas
- e) desconto entre o prazo oferecido nos financiamentos e a geração de recursos pela empresa
- f) a empresa não precisa de financiamento, por gerar lucro suficiente
- g) a empresa não precisa de financiamento, por não fazer novos investimentos
- h) os sócios não desejam utilizar dívidas
- i) outro (especificar:_____)

38) Caso o crédito fosse mais acessível, até quanto tomaria emprestado?

- a) até R\$ 10 mil
- b) entre R\$ 11 e 50 mil
- c) entre R\$ 51 e 100 mil
- d) entre R\$ 101 e 500 mil
- e) entre R\$ 501 e 1 milhão
- f) entre R\$ 1,01 e 3 milhões
- g) mais de R\$ 3 milhões

39) Para qual finalidade buscaria financiamento (questão admite mais de uma resposta)?

- a) compra de estoques
- b) ampliação/modernização de capacidade instalada
- c) pagamento de dívidas antigas
- d) melhoria do fluxo de caixa
- e) investimento em treinamento e capacitação
- f) outro (especificar:_____)

40) Na sua opinião, quais fatores limitam o crescimento da sua empresa atualmente (questão admite mais de uma resposta)?

- a) dificuldade no acesso a consultoria técnico-financeira especializada
- b) dificuldades de acesso a novas tecnologias
- c) baixa oferta de insumos pelos fornecedores (mercado de fornecedores concentrado)
- d) baixo dinamismo no mercado consumidor
- e) mercado de atuação com muitos competidores
- f) falta de recursos financeiros para expansão/melhorias
- g) gerenciamento pouco eficaz da empresa
- h) outro (especificar:_____)