

ARTIGOS
ARTÍCULOS
ARTICLES

**A IDENTIFICAÇÃO DE PREFERÊNCIAS E ATRIBUTOS RELACIONADOS À
ESTRUTURA DE CAPITAL EM PEQUENAS EMPRESAS**
**LA IDENTIFICACIÓN DE PREFERENCIAS Y ATRIBUTOS RELACIONADOS A LA
ESTRUCTURA DE CAPITAL EN PEQUEÑAS EMPRESAS**
***THE IDENTIFICATION OF THE PREFERENCES AND ATTRIBUTES RELATED TO THE
CAPITAL STRUCTURE OF SMALL COMPANIES***

Érika Burkowski

Professora do Departamento de Administração da Escola de Ciências Humanas e Sociais de Volta Redonda da Universidade Federal Fluminense - RJ, Brasil
erikabkw@yahoo.com.br

Fernanda Finotti Perobelli

Professora da Faculdade de Economia da Universidade Federal de Juiz de Fora – MG, Brasil
ffinotti@labfin.com.br

Alexandre Zanini

Professor da Faculdade de Economia da Universidade Federal de Juiz de Fora – MG, Brasil
alexandrezanini@uol.com.br

Recebido em 27.03.2008. Aprovado em 11.08.2008. Disponibilizado em 04.03.2009

Avaliado pelo sistema *double blind review*

Editores Científicos: Alexandre Di Miceli da Silveira, André Luiz Carvalhal da Silva, Paulo Renato Soares Terra e Richard Saito

RAE-eletrônica, v. 8, n. 1, Art. 2, jan./jun. 2009.

<http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=5440&Secao=ARTIGOS&Volume=8&Numero=1&Ano=2009>

©Copyright 2009 FGV-EAESP/RAE-eletrônica. Todos os direitos reservados. Permitida a citação parcial, desde que identificada a fonte. Proibida a reprodução total. Em caso de dúvidas, consulte a Redação: raeredacao@fgv.br; 55 (11) 3281-7898.



**FUNDAÇÃO
GETULIO VARGAS**



Escola de Administração
de Empresas de São Paulo

RESUMO

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

PALAVRAS-CHAVE Pequenas empresas, estrutura de capital atual, preferências de financiamento, análise de correspondência, análise conjunta.

ABSTRACTS

This paper analyzes the capital structure of 99 small companies. The objectives are to check the desired financing and relationship characteristics between attributes of the company/manager and current and desired short and long term financing using joint and correspondence analyses. In the sample “cost” was the most important factor in the choice of financing, followed by “instrument”, “conditions” and “guarantee”. The variable “size”, “new investments”, “return expectation” and “intended source of financing” revealed there was greater correspondence with current short term financing. “Current long term financing” corresponded to the variables “destination of new financing”, “perception of volatility”, “growth expectation”, “intention of new investments” and “new investments”. Conclusively, they provided evidence of aspects of the theory of the hierarchy of compulsory sources and the suitability of certain theories of capital structure in small companies.

KEYWORDS *Small companies, current capital structure, financing preferences, correspondence analysis, joint analysis.*

INTRODUÇÃO

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

A cidade de Juiz de Fora configura um importante pólo regional por dispor de diversos tipos de serviços de qualidade, tais como saúde e educação, o que propicia a criação e desenvolvimento de empresas na região; entretanto, a região vem sofrendo déficits de crescimento crônicos nos últimos anos. Tanto o PIB da região quanto a arrecadação de impostos relacionados à circulação de mercadorias e serviços demonstraram redução nos últimos anos em relação ao estado de Minas Gerais (ANUÁRIO ESTATÍSTICO, 2006). Tal fato torna a região particularmente interessante à investigação de alternativas de crescimento econômico sustentável. Como a decisão de financiamento é condição necessária para o crescimento sustentável das empresas, busca-se aprimorar o conhecimento acerca da estrutura de capital escolhida pelas empresas da região, no intuito de, num segundo momento, buscar alternativas de financiamento mais atraentes para essas empresas.

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

A base teórica para a presente pesquisa está no legado de Modigliani e Miller (1958 e 1963), que, sob a premissa de mercados perfeitos, propõem a irrelevância da estrutura de capital para o valor da empresa.

Ao longo dos últimos 50 anos, entretanto, diversas reflexões teóricas e investigações empíricas sobre estrutura de capital foram feitas a partir dos trabalhos seminais desses autores. A observação empírica da existência de imperfeições de mercado pôs em cheque algumas das conclusões de M&M e estimulou diversas reflexões teóricas, como os modelos de *trade-off* de Jensen e Meckling (1976), Black e Scholes (1973), Jensen (1986); teoria da hierarquia de fontes de Myers e Majluf (1983); hipótese de sinalização de Ross (1977) e, mais recentemente, teoria da inércia gerencial de Welch (2004); do momento de mercado de Baker e Wurgler (2002); modelos de *trade-off* dinâmicos de Flannery e Rangan (2006) e Hennessey e Whited (2005), abordagens que relacionam vieses cognitivos, como o otimismo e excesso de confiança ao endividamento (HACKBARTH, 2004; HEATON III, 2003 e BAKER e outros, 2004), além de trabalhos empíricos, como os de Titman e Wessels (1988), Harris e Raviv (1991), Rajan e Zingales (1995) e, no Brasil, Gomes e outros (2000), Perobelli e Fama (2003), Gianetti (2003), Famá e Da Silva (2005), Perobelli e outros (2005a e 2005b), Barros e outros (2006), Rocha (2007), entre outros, desenvolvidos com objetivo de testar as teorias existentes.

Trabalhos que tratam especificamente do porte e do ciclo de vida das empresas reforçam que a existência de imperfeições de mercado, tais como assimetria informacional e restrições financeiras, impacta de forma mais acentuada as decisões de investimento e financiamento das pequenas empresas (BERGER e UDELL, 1995; COX e JAPPELLI, 1993; HUBBARD, 1998). Nesse sentido, evidencia-se a teoria de hierarquia de fontes modificada ou obrigatória (HOLMES e KENT, 1991), a qual explica a estrutura de capital dessas empresas fundamentando-se em dois pilares: falta de conhecimento por parte dos gestores das formas, e vantagens do financiamento e falta de acesso ao financiamento. Esta teoria foi defendida por Sogorb-Mira (2002) e Hutchinson (2003). Contribuição adicional é feita por Michaelas e outros (1998), indicando que a estrutura de capital de pequenas empresas fundamenta-se em fatores externos, em características particulares da empresa e em aspectos cognitivos do gestor.

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

REVISÃO DE CONCEITOS RELACIONADOS À ESTRUTURA DE CAPITAL EM PEQUENAS EMPRESAS

Diversos trabalhos comprovam empiricamente a existência de imperfeições de mercado, assimetria informacional e restrições financeiras, propondo que a existência de restrições financeiras traz diversas implicações, ainda mais intensas nas pequenas empresas devido a características particulares destas, como maior assimetria, poucos ativos e autoridade ilimitada do gestor (HUBBARD, 1998).

Existe uma grande distância entre o endividamento ideal e a dívida real em grupos de consumidores com restrições financeiras (COX e JAPPELLI, 1993; JAPPELLI, 1990). Empresas que sofrem restrições financeiras não conseguem obter recursos externos suficientes para financiar seu crescimento; assim, o nível de investimento/financiamento é determinado pelo montante de capital próprio e pela geração de recursos internos (HUBBARD, 1998).

Ademais, empresas que sofrem restrição financeira irão exaurir seus fluxos de caixa para financiar os investimentos desejados. Assim, o fluxo de caixa corrente é determinante do endividamento, em maior intensidade em pequenas empresas (FAZZARI, HUBBARD e PETERSEN, 1988).

Neste sentido, observam-se novas proposições teóricas para pequenas empresas, como a teoria da estrutura de hierarquia de fontes modificada ou obrigatória (HOLMES e KENT, 1991). A hierarquia de fontes modificada ou obrigatória, desenvolvida por Holmes e Kent (1991) para pequenas empresas, propõe que a pequena empresa se financie primeiramente com recursos internos (lucro acumulado e fornecedores), posteriormente com dívidas (empréstimos), e, em último caso, com aumento de capital próprio, assim como na *pecking order theory* de Myers e Majluf (1985). Entretanto, a fonte preferencial de financiamento em pequenas empresas é determinada pelo contexto (falta de oferta e de conhecimento acerca do crédito).

Adicionalmente, empréstimos bancários são avaliados como única alternativa de financiamento externo para pequenas empresas, uma vez que os bancos têm a capacidade de obter informações privadas acerca das empresas ao longo do curso do relacionamento mantido com elas (prestação de serviços bancários) a baixo custo. Mercados de ações e títulos não têm esta capacidade. Assim, empresas, mesmo pequenas, com relacionamento bancário mais longo vivenciam maior disponibilidade de crédito (PETERSEN e RAJAN, 1994 e 1995). De acordo com Berger e Udell (1995), empresas com mais tempo de relacionamento bancário contratam empréstimos a taxas mais baixas e com menor exigência de colateral. Tal discussão pode ainda ser ampliada pela inclusão do efeito da quantidade de relacionamentos bancários das empresas. Nesse sentido, empresas com longo relacionamento, que gozam de ampla disponibilidade de crédito e taxas de juros mais baixas, são aquelas que mantêm relacionamentos com diferentes bancos. Isso porque as que mantêm longos relacionamentos com

apenas um banco correm o risco de ter sua reputação conhecida somente por esse banco, sendo o mesmo capaz de exercer poder de mercado e cobrar taxas de juros mais altas. Para maior aprofundamento dessa questão, ver Besanko e Thakor (1987), Sharpe (1990) e Hernández-Cánovas e Martínez-Solano (2007).

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

Tais dimensões cognitivas levam os gestores à ação, ou seja, à tomada de decisão. Nas pequenas, a racionalidade limitada dos gestores (com autonomia ilimitada na tomada de decisão) tem maior impacto nas decisões de estrutura de capital. O resultado da decisão tomada irá gerar impactos nas características internas à empresa, conforme o esperado pelo gestor ou divergindo do esperado. Se a decisão for por uma fonte de financiamento inadequada, poderá comprometer o fluxo de caixa da empresa e levá-la a enfrentar dificuldades financeiras; caso a decisão tomada seja compatível com sua capacidade financeira, a empresa poderá vivenciar grande crescimento das vendas, da participação no mercado ou da qualidade do produto. Tais impactos, por sua vez, afetarão (confirmando ou alterando) a percepção do gestor quanto à decisão tomada. Este, ao ser novamente confrontado com a decisão de financiamento, irá manter ou alterar a estrutura de capital atual previamente escolhida. O resultado dessa ação trará, novamente, conseqüências para a empresa e afetará as perspectivas dos gestores, os quais terão que tomar novas decisões, gerando ciclos em que os gestores têm a possibilidade de aprender a tomar decisões de estrutura de capital (MICHAELAS e outros, 1998).

Alguns vieses, entretanto, podem interferir nesse processo de aprendizagem, fazendo com que os gestores das pequenas empresas não tomem decisões melhores a cada ciclo (BAKER e outros, 2004 e HACKBARTH, 2004, entre outros). Esses vieses estão relacionados à racionalidade limitada do ser humano. Se os gestores possuírem vieses como otimismo e excesso de confiança, tenderão a superestimar a capacidade de endividamento da empresa, por acreditarem que seus projetos de

investimento são melhores do que realmente são e por subestimarem a probabilidade de ocorrência de dificuldades financeiras (BARROS e outros 2006). Em uma pequena empresa, esses vieses podem gerar consequências maiores devido à grande concentração de poder pelo gestor.

No Brasil, três trabalhos fornecem contribuições para a compreensão das decisões de financiamento em pequenas empresas: o de Smith (2002), o de Antonialli e Oliveira (2004), e o de Câmara e outros (2006). Smith (2002) analisou 15 empresas residentes em incubadoras de todo o Brasil, mediante o envio de questionários fechados às empresas, e seu objetivo era verificar a utilização de capital de risco por parte dessas empresas. Neste estudo, poucas empresas demonstraram conhecimento quanto às fontes e procedimentos necessários para se financiar via capital de risco. Já Antonialli e Oliveira (2004) coletaram seus dados *in loco*. A amostra foi composta por 69 empresas do setor agroindustrial do Sudeste brasileiro, e as conclusões indicam que as empresas pesquisadas não utilizam a estrutura de capital para gerar valor. Câmara e outros (2006) fizeram uma análise de regressão em 25 empresas do Nordeste brasileiro, cujos dados foram obtidos por meio de uma empresa de contabilidade. Concluíram que o endividamento está relacionado com o porte das empresas.

METODOLOGIA

Para a consecução dos objetivos propostos neste trabalho, realizou-se uma pesquisa de campo na qual informações relevantes sobre a estrutura operacional e financeira da empresa, perspectivas, formas de financiamento, estilo de gestão e atributos dos gestores, bem como suas preferências em relação a atributos de um instrumento de financiamento, foram coletadas por meio de entrevistas estruturadas por questionários fechados, aplicados a gestores ou gerentes financeiros das empresas.

Considerando as dificuldades inerentes a uma pesquisa de campo (em especial o baixo índice de respostas e, principalmente, de respostas confiáveis), os autores acharam por bem realizar a pesquisa *in loco*, com entrevistas estruturadas com os gestores ou responsáveis financeiros pelas empresas. De forma a conseguir acesso minimamente satisfatório a estas, foi utilizado o banco de dados de clientes da Campe Consultoria Jr., composto por cerca de 250 empresas (entre ativas e inativas). A partir desse banco de dados, várias empresas foram consultadas, mas apenas 99 responderam afirmativamente à consulta sobre a entrevista.

O questionário possuía uma questão inicial específica para o experimento relacionado à análise conjunta, além de outras 50 questões fechadas. A questão inicial solicitava aos entrevistados que

classificassem, por ordem de preferência, modalidades de financiamento hipotéticas (construídas especialmente para o experimento a partir de características reais de modalidades de financiamento disponíveis). As questões de 2 a 51 visavam a identificar, nas empresas respondentes, características relacionadas à decisão de financiamento (como lucratividade, porte, tangibilidade dos ativos, volatilidade, perspectivas de crescimento, o fato de o gestor ser sócio fundador, participação no capital, percepção do gestor em relação ao negócio e à concorrência, acesso ao crédito etc.), além de informações sobre o financiamento atual de curto e longo prazo utilizado pelas empresas.

A amostra não probabilística (0,35% da população de empresas da cidade), definida por conveniência a partir da carteira de clientes ativos da Campe Consultoria Júnior, da Faculdade de Economia e Administração da Universidade Federal de Juiz de Fora, foi composta por 99 empresas (51 do setor de comércio, 5 da indústria e 42 do setor de serviços) localizadas na cidade de Juiz de Fora (MG). Ressalta-se que, por se tratar de uma amostra não probabilística, definida por conveniência, os resultados obtidos a partir dessa pesquisa inicial não podem ser generalizados.

Foram utilizadas as técnicas de análise conjunta (*conjoint analysis*) e análise de correspondência (*correspondence analysis*), as quais são descritas a seguir com base em Greenacre (1984), Benzécri (1992), Hair e outros (1998), Coelho (2004), Rezende (2007) e Gustafsson e outros (2007).

A análise conjunta ou *conjoint analysis* é uma técnica estatística de análise de dependência que permite a avaliação de produtos/serviços complexos, definidos como aqueles que possuem diversos atributos/fatores numéricos e/ou não numéricos, num contexto de opções fornecidas para escolha dos respondentes.

O objetivo desse experimento na presente pesquisa é identificar como os fatores relacionados ao endividamento (prazo, carência, custo, garantias e instrumento de captação) e seus níveis selecionados são percebidos pelos gestores. A escolha da técnica se deve ao fato de ela possibilitar encontrar respostas para as seguintes questões: “o quanto o fator *n* contribui para a contratação de um financiamento por parte de uma empresa?” e “que nível de prazo/custo/garantia/instrumento de captação é o mais desejável/preferível por parte de cada gestor?”. Adicionalmente, pela soma das utilidades atribuídas por cada respondente aos fatores e níveis, é possível identificar a modalidade de financiamento hipotética preferida por cada respondente.

Um conjunto de produtos ou serviços hipotéticos é construído combinando os níveis de cada fator. Essas combinações são então apresentadas aos respondentes para que eles façam suas escolhas entre o conjunto de produtos apresentados em cartões ou *plancards*.

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

Quadro 1 – Fatores e níveis avaliados

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

A metodologia da análise conjunta utilizada neste trabalho foi a análise tradicional, a qual proporciona a estimação da utilidade no nível individual e no agregado, utilizando a forma de modelo aditivo sem interações e utilidades parciais separadas. Os dados foram coletados pelo método de perfil completo (*full profile*) e ordenação de preferência (*ranking*) em uma escala de 1 a 12, sendo o primeiro (posição 1) o *mais* preferido e o último (posição 12) o *menos* preferido.

Por meio do delineamento fatorial fracionário, foram criados 12 estímulos ortogonais que constituíram os cartões apresentados aos entrevistados (em cada cartão, havia uma combinação – ao todo foram 12). Desses 12 estímulos, três foram utilizados para validação. Os estímulos de validação

foram classificados pelos respondentes juntamente com os demais, mas não foram utilizados para a estimação do modelo. Os parâmetros do modelo conjunto estimado foram utilizados para prever a preferência dos entrevistados para o conjunto de estímulos de validação. Tal previsão foi comparada com as respostas reais de modo a avaliar a confiabilidade do modelo estimado.

A partir da ordenação dada aos cartões, calcularam-se os desvios das ordenações entre os fatores e entre os níveis, para evidenciar a importância relativa de cada um deles (relevância do fator no processo de escolha) e a utilidade separada de cada nível (valor comparativo de cada um dos níveis), respectivamente.

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

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

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

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

Assim como a análise conjunta, a análise de correspondência possui relativa liberdade de pressupostos. O uso de dados numéricos e não numéricos em sua forma mais simples (dados tabulados cruzados) representa as relações lineares e não lineares igualmente bem. É necessário, entretanto, garantir a comparabilidade dos objetos avaliados pelos respondentes e a completude dos atributos utilizados. Nesta pesquisa, a comparabilidade e a completude foram buscadas, uma vez que as questões do questionário eram objetivas; os respondentes deviam identificar, entre as opções existentes, aquela que melhor representasse a realidade da sua empresa, e grande parte das características de empresas existentes na literatura de estrutura de capital pesquisada foi considerada para composição das questões do questionário.

RESULTADOS

A partir dos questionários aplicados, apurou-se que 36% das empresas não utilizam nenhum tipo de financiamento externo. Esse resultado é convergente com os resultados de Câmara e outros (2006), que encontraram que 40% das empresas não utilizam dívidas. Entretanto, observou-se um percentual de utilização de empréstimos de longo prazo maior que de empréstimos de curto prazo. Também é consistente com sondagens feitas junto ao empresariado paulista pelo Sebrae-SP (2004, 2006). De acordo com essas sondagens, tem-se que 63% das microempresas paulistas nunca tomaram empréstimos, ao passo que, para as empresas de pequeno porte, tal participação é de 46%.

Identificou-se que o nível médio de endividamento é baixo: 44% das empresas possuem em sua estrutura de capital até 10% de dívida, e 63% possuem até 20% de dívidas (entre fornecedores e empréstimos). Resultado convergente com trabalhos anteriores, que apontam para uma baixa predisposição dos pequenos empresários em utilizar recursos de terceiros (BERGER e UDELL, 1995).

Dentre as fontes de financiamento de curto prazo/giro, encontrou-se maior utilização de recursos internos (35% entre negociação de prazos com fornecedores e lucros acumulados); 27% utilizam o sistema bancário, entre linhas bancárias específicas para capital de giro, contas garantidas e desconto de títulos em *factorings* ou bancos. Um percentual expressivo (24%) declara não utilizar nenhum tipo de financiamento do giro (nem mesmo próprio). E parte das empresas (10%) utiliza vias não tradicionais para a obtenção de financiamento do giro (empréstimos de familiares e amigos, descontos informais de títulos/cheques, cheque especial/cartão de crédito dos sócios, empréstimo bancário em nome do sócio). Para efeito de comparação, de acordo com as sondagens Sebrae-SP (2004,

2006), as formas de financiamento mais comuns entre as empresas paulistas são o pagamento de fornecedores a prazo (66%), o cheque pré-datado (45%) e o uso do cheque especial/cartão de crédito (29%). Essas empresas também utilizam um percentual reduzido de empréstimos bancários: apenas 12% utilizam empréstimos oficiais e 10% utilizam bancos privados.

Ainda para os financiamentos de curto prazo/giro, as condições mais comuns são prazos para pagamento entre 2 e 6 meses e menores que 30 dias. O custo médio concentra-se entre 1% e 5% ao mês, mas boa parte utiliza financiamentos com custo menor que 1% ao mês. O principal fator determinante na escolha dos financiamentos de curto prazo atuais é a facilidade de obtenção do financiamento (36%). Outros 11% declararam que não houve escolha, já que o “escolhido” era o único instrumento disponível. Parcerias bancárias e recomendações de gerentes de bancos foram razões apontadas por 18% dos entrevistados para levantar o financiamento. Ou seja, a maior parte dos gestores de empresas parece ter pouco poder de decisão ou possibilidade de análise na escolha dos financiamentos de curto prazo.

Quanto aos financiamentos de longo prazo, existe uma grande concentração de lucros acumulados (33%). Além desses, empréstimos governamentais (19%) e empréstimos de fornecedores de equipamentos (14%). Os empréstimos bancários são usados por 21% das empresas, e as vias não tradicionais são menos freqüentes do que a curto prazo (empréstimos bancários e de familiares aos sócios foram citados por 9% dos entrevistados). Em apenas 3% das empresas, novos aportes de capital pelos sócios foram citados como fonte de financiamento de longo prazo.

O prazo de pagamento dos financiamentos de longo prazo é, em sua maioria (83%), de até 3 anos, e o custo é de até 3% ao mês para 84% das empresas. Nota-se que boa parte dos empresários (34%) utiliza financiamentos de longo prazo com juros de até 1% ao mês. Nesse tipo de financiamento, o fator determinante mais apontado para a escolha foi o sistema de taxas (custo) e garantias.

Para alguns gestores, as decisões de financiamento tomadas são revistas apenas quando surge um novo projeto de investimento (24%) ou nunca são revistas (21%). Mas a maioria (51%) declarou reavaliar as decisões de financiamento periodicamente.

A maioria dos gestores revelou que o principal fator limitante do financiamento (respostas múltiplas) é o sistema de garantias e as taxas cobradas pelos financiadores (44%), e 20% apontaram a exigência de muitos documentos/comprovações na contratação de empréstimos como limitante. Para 20% parece não haver fatores limitadores. Um percentual expressivo refere-se aos gestores que não desejam utilizar dívida (28%) ou declaram que a empresa não precisa delas (19%). Ou seja, para 47% dos respondentes, dívida é algo indesejável numa empresa (tal análise é feita *a priori*, ou seja,

desconsiderando potenciais efeitos da alavancagem financeira sobre a rentabilidade e o grau de risco dos sócios).

A maior parte das empresas pesquisadas (56%) pretende fazer novos investimentos de longo prazo no próximo ano. A fonte de financiamento intencionada para esses investimentos é, em ordem de concentração, empréstimos (35%), lucros acumulados (34%) e fornecedores (30,5%). Sendo assim, a contratação de novos financiamentos não deverá afetar sobremaneira a estrutura de capital atualmente escolhida. A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas retratadas acima.

Tabela 1 – **Análise descritiva da amostra** (continua)

VARIÁVEL	FREQUÊNCIA RELATIVA (%)	FREQUÊNCIA ACUMULADA (%)
1. Setor de atuação		
Comércio	52,53	52,53
Indústria	5,05	57,58
Serviços	42,42	100,00
<i>Total</i>	100,00	
2. Utilização de empréstimos bancários		
Somente curto prazo	15,15	15,15
Somente longo prazo	23,23	38,38
Utiliza curto e longo prazo	25,25	63,64
Não utiliza empréstimos	36,36	100,00
<i>Total</i>	100	
3. Nível de endividamento atual		
Até 10% de dívida e 90% capital dos sócios	44,44	44,44
Até 20% de dívida e 80% capital dos sócios	18,18	62,63
Até 50% de dívida e 50% capital dos sócios	13,13	75,76
Até 70% de dívida e 30% capital dos sócios	2,02	77,78
Até 90% de dívida e 10% capital dos sócios	5,05	82,83
Não sabe	17,17	100,00
<i>Total</i>	100	
4. Tipo de financiamento de curto prazo/giro mais utilizado		
Negociação de prazo com fornecedores	21,21	21,21
Lucros acumulados em períodos anteriores	14,14	35,35
Empréstimo de familiares/amigos aos sócios	5,05	40,40

ARTIGOS - A IDENTIFICAÇÃO DE PREFERÊNCIAS E ATRIBUTOS RELACIONADOS À ESTRUTURA DE CAPITAL EM PEQUENAS EMPRESAS

Érika Burkowski – Fernanda Finotti Perobelli – Alexandre Zanini

(continua)

Desconto de títulos em <i>factorings</i> ou bancos	9,09	49,49
Desconto de títulos via empresa/pessoa física não regulamentada	2,02	51,52
Linha bancária específica para capital de giro	14,14	65,66
Conta garantida	4,04	69,70
Cheque especial ou cartão de crédito de sócios (PF)	2,02	71,72
Empréstimo bancário em nome dos sócios (PF)	1,01	72,73
Outros*	3,03	75,76
Não utiliza nenhum tipo	24,24	100,00
<i>Total</i>	100	

* Outros se referem a: antecipação de cartão de crédito, cheque pré-datado e *compror*.

5. Prazo médio de pagamento de financiamento de curto prazo/giro

Menos de 30 dias	29,73	29,73
Entre 2 e 6 meses	40,54	70,27
Entre 7 e 12 meses	13,51	83,78
Mais de 12 meses	13,51	97,30
Não respondeu	2,70	100,00
<i>Total</i>	100	

6. Custo médio de financiamento de curto prazo/giro

Até 1% am (até 13% aa)	32,86	32,86
Entre 1,01% e 5% am (entre 13,01 e 80% aa)	42,86	75,71
Entre 5,01% e 10% am (entre 80,01 e 215% aa)	17,14	92,86
Mais de 10% am (mais de 215% aa)	2,86	95,71
Não respondeu	4,29	100,00
<i>Total</i>	100	

7. Motivo da opção pelo financiamento de curto prazo/giro

Recomendação gerente do banco/agente especializado	5,26	5,26
Facilidade de obtenção	36,84	42,11
Taxas e sistema de garantia	19,74	61,84
Prazo	15,79	77,63
Única opção disponível	10,53	88,16
Outros*	11,84	100,00
<i>Total</i>	100	

*Outros = parceria com o banco

(continua)

8. Tipo de financiamento de longo prazo utilizado		
Fornecedores	14,14	14,14
Lucros acumulados em períodos anteriores	33,33	47,47
Aporte de capital pelos sócios	3,03	50,51
Empréstimo de familiares aos sócios	5,05	55,56
Empréstimo bancário em nome da empresa	21,21	76,77
Empréstimo banco privado em nome dos sócios	4,04	80,81
Empréstimos governamentais	19,19	100,00
<i>Total</i>	100	
9. Prazo médio de pagamento de financiamento de longo prazo		
Entre 1 e 3 anos	82,67	82,67
Entre 4 e 8 anos	13,33	96,00
Mais de 8 anos	3,99	100,00
<i>Total</i>	100	
10. Custo médio de financiamento de longo prazo		
Até 1% am (até 13% aa)	34,72	34,72
Entre 1,01 e 3% am (entre 13,01 e 43% aa)	50,00	84,72
Entre 3,01 e 5% am (entre 43,01 e 80% aa)	9,72	94,44
Mais de 5% am (mais de 80% aa)	5,56	100,00
<i>Total</i>	100	
11. Motivo de opção pelo financiamento de Longo Prazo		
Recomendação do gerente do banco	2,63	2,63
Facilidade de obtenção	28,95	31,58
Taxas e sistema de garantias	34,21	65,79
Prazo	11,84	77,63
Única opção disponível	10,53	88,16
Não respondeu	11,84	100,00
<i>Total</i>	100	
12. Destinação do financiamento de longo prazo		
Financiamento do giro	57,58	57,58
Investimento de longo prazo	42,42	100,00
<i>Total</i>	100	
13. Frequência de revisão das decisões de financiamento		
A cada mês	23,66	23,66

ARTIGOS - A IDENTIFICAÇÃO DE PREFERÊNCIAS E ATRIBUTOS RELACIONADOS À ESTRUTURA DE CAPITAL EM PEQUENAS EMPRESAS

Érika Burkowski – Fernanda Finotti Perobelli – Alexandre Zanini

		(conclusão)
A cada 6 meses	15,05	38,71
A cada ano	12,90	51,61
Nos vencimentos das dívidas antigas	2,15	53,76
Quando surge um novo projeto de investimento	23,66	77,42
Quando a empresa não consegue honrar dívidas	2,15	79,57
Outro	1,08	80,65
Nunca	19,35	100,00
<i>Total</i>	100	
14. Em que consistirão os novos investimentos		
Compra de estoques	27,27	27,27
Investimentos de longo prazo	55,56	82,83
Não pretende fazer	17,17	100,00
<i>Total</i>	100	
15. Como pretende financiar o investimento projetado*		
Crédito de fornecedores	30,49	30,49
Lucros acumulados	34,15	64,63
Empréstimos	35,37	100,00
<i>Total</i>	100	

Nota: *Considera apenas as empresas que pretendem realizar novos investimentos.

Com o experimento conjunto, foram identificados os fatores de uma modalidade de financiamento que os gestores consideram mais importante ao tomar sua decisão e os níveis mais desejáveis desses fatores.

Cada fator avaliado no experimento conjunto contribui para a contratação de um empréstimo na mesma proporção da importância relativa desse fator. Na análise agregada, observa-se que o fator custo foi considerado o mais importante, seguido do instrumento de captação, posteriormente das condições de pagamento (prazo e carência) e, por último, da garantia.

Ressalta-se que a importância relativa dos fatores não é homogênea entre os gestores entrevistados. Observa-se que cada gestor percebe os fatores de forma bem diversificada. Enquanto na análise agregada o custo é o fator mais importante, analisando os gestores individualmente revela-se que alguns consideram fatores como o instrumento de captação, as condições de pagamento e as garantias exigidas como sendo os mais importantes na escolha do financiamento. A Tabela 2 apresenta

a importância relativa dos fatores e os coeficientes de validação de quatro indivíduos selecionados e da amostra agregada. Esses quatro indivíduos foram especialmente selecionados de modo a ilustrar que os gestores não apresentam homogeneidade na importância dada aos fatores.

Tabela 2 – **Importância relativa dos fatores**

INDIVÍDUO	FATORES				VALIDAÇÃO (t de Kendall)			
	1.Instrumento	2.Condições	3.Custo	4.Garantia	Amostra	Sig.	Holdout	Sig.
A	74,29	20	2,86	2,86	1	0,0001	0,816	0,1103
B	25	75	0	0	1	0,0001	0,813	0,1103
C	2,78	19,44	75	2,78	1	0,0001	0,813	0,1103
D	15,38	10,26	10,26	64,1	1	0,0001	1	0,0586
Agregado	25,15	23,68	33,92	17,25	1	0,0001	0,333	0,3008

Na Tabela 2, observa-se que o fator instrumento de captação possui a maior importância relativa para o indivíduo A, enquanto, para o indivíduo B, a maior relevância é dada ao fator condições de pagamento; para o indivíduo C, o fator custo é o de maior importância, e para o indivíduo D, a garantia constitui o fator mais importante.

Os valores das importâncias relativas dos 99 gestores participantes da pesquisa foram agregados e estão demonstrados na última linha da Tabela 2. Eles evidenciam a maior importância dada ao fator custo na decisão de financiamento. Apesar da grande importância do fator custo, foi possível constatar que outros fatores, como instrumento de captação e condições de pagamento, também são consideravelmente importantes para a decisão de financiamento (ocupando o segundo e o terceiro lugar respectivamente). O fator garantia ocupa o último lugar, sendo considerado, dentre os avaliados, o menos importante para os gestores ao tomar a decisão de financiamento.

Ressalta-se que o experimento conjunto foi validado pela aplicação do *t* de Kendall, como se observa nas quatro últimas colunas da Tabela 2. Os coeficientes, tanto para a amostra quanto para os *holdouts*, foram significativos, confirmando a aderência dos dados ao modelo, bem como sua capacidade preditiva.

Além da importância relativa dos fatores, a análise conjunta propiciou a visualização dos níveis mais desejados destes, por meio das utilidades parciais, para a identificação de financiamentos com um

mix de características idealizadas pelos gestores. A Tabela 3 apresenta as utilidades parciais dos níveis dos fatores estimadas para dois indivíduos e para a amostra agregada.

Tabela 3 – Utilidade parcial estimada dos níveis dos fatores

INDIVÍDUOS	UTILIDADE PARCIAL ESTIMADA											
	Instrumento			Condições				Custo		Garantias		
	Gov.	Priv.	Sócios	48M	18M	3M	3,5%	TR	TJLP	Real	Pessoal	Flutuante
E	0,89	-0,78	-0,11	-0,44	-0,11	0,56	-4,11	-0,78	4,89	0,56	0,22	0,78
F	1,67	2,00	-3,67	0,67	0,00	-0,67	-2,33	0,33	2,00	2,00	-1,00	-1,00
Agregado	0,41	-0,16	-0,25	0,19	0,30	-0,49	-1,30	-0,07	1,37	0,47	-0,11	-0,36

Os valores apresentados na Tabela 3 representam a utilidade parcial de cada nível dos fatores. A utilidade parcial representa a preferência, sendo que, quanto maior a utilidade parcial de um determinado nível do fator, mais o indivíduo prefere esse nível. Assim, observou-se que, de forma individual, os gestores possuem preferências muito diversificadas, às vezes até conflitantes, quanto aos vários níveis de atributos apresentados.

Para ilustrar essas variações, os indivíduos E e F foram apresentados na Tabela 3. Pode-se observar que a utilidade parcial dos níveis dos fatores varia para os indivíduos apresentados, assim como para os demais indivíduos da amostra, ou seja, o nível preferido para um respondente é diferente do nível preferido por outro respondente. Com relação ao fator instrumento de captação, por exemplo, para o respondente E os empréstimos governamentais trazem maior utilidade, enquanto o respondente F prefere empréstimos privados à empresa. Análise semelhante pode ser feita para os demais fatores.

Essas divergências retratam a particularidade de cada indivíduo e permitem identificar o produto ideal para cada um separadamente. Entretanto, os valores das utilidades podem ser analisados de forma agregada, traçando o perfil da modalidade de financiamento preferido pela amostra. De forma agregada, os gestores preferem empréstimos obtidos via fontes governamentais, com prazo de pagamento médio (até 18 meses) e carência de 3 meses, com o custo mais baixo entre os propostos (TJLP + 5% ao ano) e contratados contra garantias reais. Como se observa na última linha da Tabela 3, esses são os níveis com maiores utilidades parciais médias.

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

- ✓ porte (mensurada pelo faturamento): empresas que faturam até R\$ 1 milhão/ano são as que atualmente usam lucros acumulados; as que faturam mais de R\$ 1 milhão são as que usam empréstimos para financiamento do curto prazo;
- expectativa de novos investimentos (indica quais tipos de investimentos futuros a empresa pretende realizar): as que pretendem apenas adquirir estoques são as que usam atualmente lucros acumulados para se financiar a curto prazo; as que pretendem fazer investimentos de longo prazo são as que já utilizam empréstimos;
- expectativa de retorno dos novos investimentos: as que têm perspectiva de retorno de 15% ao ano são as que usam atualmente lucros acumulados; as que esperam mais que 15% são as que já usam empréstimos a curto prazo;
- fonte intencionada de financiamento para os novos investimentos (maior correspondência): esta última relação indica que a empresa não pretende mudar a escolha atual de curto prazo quando necessitar de novo financiamento, ou seja, usará o que já vem utilizando.

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

- destino de novos financiamentos: empresas que pretendem tomar novos financiamentos para financiar o giro são aquelas que atualmente utilizam empréstimos bancários de longo prazo; empresas que pretendem fazer investimentos de longo prazo utilizam atualmente empréstimos de longo prazo bancários e de fornecedores de equipamentos, e empresas que não pretendem tomar novos financiamentos são as que utilizam lucros retidos para financiar o longo prazo atualmente;
- percepção da volatilidade: empresas que percebem volatilidade em seus resultados de até 10% são as que atualmente utilizam lucros retidos para financiamento do longo prazo; empresas que esperam maior volatilidade são as que utilizam atualmente financiamento de fornecedores;
- expectativa de crescimento: empresas que não esperam crescimento são as que utilizam atualmente lucros retidos para financiamento do longo prazo; empresas que esperam crescimento (inclusive superior a 10%) são as que já utilizam empréstimos para financiamento do longo prazo;

- expectativa de novos investimentos e novos investimentos: as que não pretendem investir a longo prazo são as que já usam apenas lucros retidos; as que pretendem investir em estoques são as que já usam financiamento de fornecedores; e as que pretendem fazer novos investimentos são as que já usam empréstimos de fornecedores e bancários.

A Tabela 4 apresenta os valores de qui quadrado obtidos nos cruzamentos e suas respectivas significâncias estatísticas.

Tabela 4 – Valores de qui quadrado significantes: correspondência financiamentos *versus* atributos das empresas

VARIÁVEL	QUI QUADRADO	P-VALOR
1. Financiamentos de curto prazo		
Porte – Faturamento	7,007	0,030
Novos investimentos	5,73	0,037
Expectativa de retorno	6,57	0,037
Fonte de financiamento de novos investimentos	12,361	0,020
2. Financiamentos de longo prazo		
Destino do financiamento	12,423	0,000
Percepção da volatilidade	10,204	0,006
Expectativa de crescimento	5,37	0,068
Intenção de novos investimentos	7,316	0,026
Novos investimentos	9,863	0,043

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

Essas são também as empresas que esperam menor volatilidade (menor risco) em suas atividades, o que tende a ser recompensado com menor retorno (essas empresas não esperam crescimento de sua atividade).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados reunidos neste trabalho indicam que as empresas utilizam a ordem de financiamento que parece mais interessante para elas: primeiro, lucros gerados internamente; segundo, dívidas; e, por último, aumento de capital. Deve se enfatizar que, no mercado brasileiro, as empresas pequenas têm pouco ou nenhum acesso ao mercado de capitais, a ação de gestores de risco e investidores *angels* encontra-se em fase inicial, além de haver desconhecimento por parte dos gestores quanto a essas formas alternativas de financiamento. Essas assertivas desqualificam o financiamento via aumento relevante de capital como uma alternativa a ser considerada pelos micro e pequenos empresários.

A soma da intenção de utilizar lucros acumulados com financiamento de fornecedores representa recursos gerados internamente à empresa (visto que lucros acumulados referem-se a fluxos de caixa gerados em períodos anteriores, e financiamento via fornecedores implica folga de caixa gerada pela operação). Nessa concepção, os micro e pequenos empresários preferem (ou necessariamente tem que) financiar o negócio com fundos gerados internamente, recorrendo a dívidas bancárias somente quando os fluxos internos não são suficientes para cobrir a necessidade de financiamento da empresa.

Muitos dos gestores que responderam utilizar somente lucros acumulados não souberam mensurar o custo desse recurso, revelando desconhecimento do custo de capital da empresa e do custo de oportunidade do capital próprio. Essa constatação corrobora a existência de um dos componentes da lacuna financeira proposta por Holmes e Kent (1991): o desconhecimento por parte dos demandantes dos benefícios de cada fonte de financiamento. Esse desconhecimento, somado à falta de oferta, justificaria a hierarquia de fontes modificada.

Dessa forma, tem-se um ciclo vicioso que dificulta o crescimento das pequenas empresas: os micro e pequenos empresários não conseguem acessar fontes alternativas de recursos porque desconhecem, além de sua própria estrutura financeira, as vantagens das alternativas sustentáveis de financiamento disponibilizadas pelos agentes financeiros. Estes, como ressaltado por Cox e Jappeli

(1993) e Jappeli, (1990), por sua vez, restringem o crédito a essas empresas ou impõem a elas um custo mais alto devido à grande assimetria de informações e ao elevado risco operacional do negócio.

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

Resultado interessante foi evidenciado pelo cruzamento dos financiamentos de curto e longo prazo atualmente mais utilizados com as fontes pretendidas para novos investimentos. Constatou-se que a maior parte dos gestores deseja manter nos investimentos futuros a mesma fonte de recursos que mais utiliza atualmente. Tal assertiva corrobora a proposta de Welch (2004) quanto à inércia gerencial, cuja ideia central sugere que as empresas não fazem ajustes frequentes em busca de uma estrutura de capital ótima, uma vez que os gestores pesquisados não pretendem reavaliar suas decisões prévias (apesar de afirmarem que o fazem com frequência). Essa atitude pode ser também entendida como a existência de vieses cognitivos que influenciam o processo de aprendizagem dos gestores.

Sendo assim, a decisão de financiamento da pequena empresa é determinada pelo conjunto de fatores externos e de características específicas da empresa e dos gestores, corroborando as ideias estruturais do modelo proposto por Michaelas e outros (2006).

Feitas as observações consideradas adequadas, ressalta-se que as limitações da pesquisa relacionam-se aos vieses inerentes à coleta de dados primários, à completude dos fatores e níveis da análise conjunta, às variáveis selecionadas e à frequência esperada mínima dos cruzamentos da análise de correspondência, para o que novos estudos devem ser desenvolvidos, lançando mais luz sobre o tema. Adicionalmente, a amostra da pesquisa deve também ser expandida, de modo a tornar os resultados obtidos generalizáveis para o universo de micro e pequenas empresas brasileiras.

Nota de agradecimento

Os autores agradecem ao CNPq e à FAPEMIG pelo apoio financeiro dado à pesquisa “Diagnóstico do financiamento a micro, pequenas e médias empresas localizadas na Zona da Mata mineira numa perspectiva de finanças sustentáveis”, que deu origem a este artigo.

REFERÊNCIAS

ANTONIALLI, L. M; OLIVEIRA, L. Uso da estrutura de capital em empresas agroindustriais. *Organizações Rurais e Agroindustriais*, v. 6, n. 2, p. 134-148, 2004.

ANUÁRIO ESTATÍSTICO 2006. Base de dados 2005. Centro de Pesquisas Sociais. Universidade Federal de Juiz de Fora, 2006.

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

BAKER, M; RUBACK, R. S; WURGLER, J. Behavioral corporate finance: a survey. NBER Working Paper n. 10.863, Oct. 2004. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w10863>. Acesso em: 01.02.2007.

BARROS, L. A. B. C; SILVEIRA, A. M; SILVEIRA, H. P. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. In: ANAIS DO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 6., 2006, Vitória. *Anais*. Vitória: SBFIN, 2006.

BENZÉCRI, J. *Correspondence analysis handbook*. New York: Marcel Dekker, 1992.

BERGER, A. N; UDELL G. F. Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, v. 68, n. 3, p. 351-381, 1995.

BESANKO, D; THAKOR, A. Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets. *International Economic Review*, v. 28, n. 3, p. 671-689, 1987.

BLACK, F; SCHOLES, M. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, v. 81, n. 3, p. 637-654, 1973.

CÂMARA, S. F; NOBRE, L. H. N; GUIMARÃES, F. R. F. JR. Os nível de endividamento das pequenas e médias empresas brasileiras são determinados por sua estrutura de capital? XXVI ENEGEP, Fortaleza, Brasil, out. 2006.

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

COX, D; JAPPELI, T. The effects of borrowing constraints on consumer liabilities. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 25, n. 2, p. 197-213, 1993.

DIAS, J. G. Análise conjunta: uma proposta metodológica de aplicação. *Revista Portuguesa de Marketing*, 2007.

FAMÁ, R; DA SILVA, E. S. Desempenho acionário e a estrutura de capital das companhias abertas brasileiras não financeiras. In: ANAIS DO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 10., São Paulo. *Anais*. São Paulo: SBFIN, 2005.

FAZZARI, F. M; HUBBARD, R. G; PETERSEN B. C. Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers of Economic Activity*, 1988.

FLANNERY, M. J; RANGAN, K. P. Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, v. 79, n. 3, p. 469-506, 2006.

GIANETT, M. Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 1, 2003.

GOMES, G. L; LEAL, R. P. C. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. In: LEAL, R. P. C. e outros (Org). *Finanças corporativas*. São Paulo: Atlas, 2000.

GREENACRE, M. *Theory and applications of correspondence analysis*. London: Academic Press, 1984.

GUSTAFSSON, A; HERRMANN, A; HUBER, F. (Eds). *Conjoint measurement: methods and applications*, 4. ed., 2007.

HACKBARTH, D. Managerial traits and capital structure decisions. *Working paper*, Sep. 2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=362740>. Acesso em: 05.02.2007.

HAIR JR., J. *Multivariate Data Analysis*. 5. ed. NJ: Prentice Hall, 1998.

HARRIS, M; RAVIV, A. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

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

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

HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G; MARTÍNEZ-SOLANO, P. Effect of the number of banking relationships on credit availability: evidence from panel data of Spanish small firms. *Small Business Economics*, v. 28, n. 1, p. 37-53, 2007.

HOLMES, S; KENT, P. An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises. *The Journal of Small Business Finance*, v. 1, n. 2, p. 141-154, 1991.

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

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

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

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

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

MICHAELAS, N; CHITTENDEN, F; POUTZIOURIS, P. A model of capital structure decision making in small firms. *Journal of Small Bussines and Enterprises Development*, v. 5, n. 6, 1989.

MODIGLIANI, F; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MODIGLIANI, F; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 61-97, 1958.

MYERS, S; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

PEROBELLI, F; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 7, n. 1, p. 9-35, 2003.

PEROBELLI, F. F. C; SILVEIRA, A. M; BARROS, L. A. B. C. Fatores determinantes da estrutura de capital: novas evidências no brasil. In: ANAIS DO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 5., São Paulo. *Anais*. São Paulo: SBFIN, 2005a.

PEROBELLI, F. F. C; SILVEIRA, A. M; BARROS, L. A. B. C; ROCHA, F. D. Investigação dos fatores determinantes da estrutura de capital e da governança corporativa: um enfoque abordando a questão da endogeneidade. In: ANAIS DO ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 19., Brasília, *Anais*. Brasília: ANPAD, 2005b.

PETERSEN, M. A; RAJAN, R. G. The benefits of lending relationships: evidence from small business data. *Journal of Finance*, v. 49, n. 1, p. 3-37, 1994.

PETERSEN, M. A; RAJAN, R. G. The effects of credit market competition on lending relationships. *Quarterly Journal of Economics*, v. 110, n. 2, p. 407-443, 1995.

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

ROCHA, F. *A estrutura de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto: uma avaliação empírica de novas proposições teóricas*. Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, Brasil, 2007.

ROSS, S. The determination of financial structure. The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, v. 8, n. 1, p. 23-40, 1977.

SEBRAE. O financiamento das MPEs no estado de São Paulo. Sondagem de opinião. São Paulo: Sebrae/SP, abril de 2004.

SEBRAE. O financiamento das MPEs no estado de São Paulo. Sondagem de opinião. São Paulo: Sebrae/SP, abril de 2006.

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

SHARPE, S. Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts – a stylized model of customer relationship. *Journal of Finance*, v. 45, n. 4, p. 1069-1087, 1990.

SIMON, H. A behaviorial model of rational choice. *Quartely Journal of Economics*, v. 69, n. 1, p. 99-118, 1955.

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

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

TITMAN, S; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 1-19, 1988.

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