

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM GESTÃO DE NEGÓCIOS  
FINANCEIROS**

**Jaira Ribeiro Aguirre**

**ESTRUTURA DE CAPITAL E FORMA DE FINANCIAMENTO  
DE PEQUENAS EMPRESAS QUE FAZEM PARTE DA CARTEIRA DO  
BANCO DO BRASIL**

**Porto Alegre**

**2011**

Jaira Ribeiro Aguirre

**ESTRUTURA DE CAPITAL E FORMA DE FINANCIAMENTO  
DE PEQUENAS EMPRESAS QUE FAZEM PARTE DA CARTEIRA  
DO BANCO DO BRASIL**

Projeto de trabalho de conclusão de curso de Especialização, apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Gestão de Negócios Financeiros.

Orientador: Jairo Procianoy

Co-Orientador: Ricardo Grings

**Porto Alegre  
2011**

Jaira Ribeiro Aguirre

**ESTRUTURA DE CAPITAL E FORMA DE FINANCIAMENTO  
DE PEQUENAS EMPRESAS QUE FAZEM PARTE DA CARTEIRA  
DO BANCO DO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso,  
apresentado ao Curso de Especialização  
em Gestão de Negócios Financeiros da  
Universidade Federal do Rio Grande do  
sul como requisito para a obtenção do  
título de em Gestão de Negócios  
Financeiros.

Aprovado em

BANCA EXAMINADORA:

---

---

**Ao Bruno e à Luiza, com amor.**

## **AGRADECIMENTOS**

A realização deste trabalho e de mais uma etapa vencida na minha formação pessoal e profissional teve a participação de muitas pessoas e é importante o reconhecimento de alguns de forma especial. Em primeiro lugar, agradeço a Deus pela minha vida, pela minha família, pelo meu trabalho e pelos meus amigos.

Aos meus pais, Celda e Euclides, falecidos, por moldarem a base de quem sou hoje, com certeza teriam muito orgulho se aqui ainda estivessem. Aos meus filhos Bruno e Luiza, meus presentes, pelo amor, carinho e companheirismo. À minha irmã Rosane pelo exemplo de força e luta pela vida. À minha irmã Marisa pela tradicional torcida, apesar dos pesares que passamos neste ano. Às minhas afilhadas e sobrinhas Lauren e Larissa pelas lições de amor e doação.

Ao Prof. Ricardo Grings pelos ensinamentos, orientação, força e paciência na valiosa orientação deste trabalho. Aos Tutores do Curso de Gestão Financeira, turma POA-D pelos ensinamentos e qualidade do ensino prestado, bem como aos colegas de turma pelo companheirismo e compartilhamento de conhecimentos e pontos de vista em especial a Juliane, Paulo, Ângela e Francine. Aos empresários que me concederam gentilmente a entrevista. Ao Banco do Brasil pelo incentivo e patrocínio.

Aos meus amigos pela aposta no meu trabalho. E a todos que de alguma ou outra forma tiveram sua dose de contribuição, mas não foram citados nesta lista.

## RESUMO

As decisões que envolvem investimentos a serem realizados e a estrutura ótima de capital são de grande importância para a implementação de estratégias de crescimento e desenvolvimento das empresas, inclusive as de pequeno porte. O presente trabalho averiguou, através da entrevista, a forma como cinco empresas, de pequeno porte, clientes do Banco do Brasil da agência Moinhos de Vento, que operam em Porto Alegre (RS), fazem a gestão da estrutura de capitais e tomam decisões de financiamento e de endividamento. Constatou-se que as empresas que apresentam melhores resultados são as que têm conhecimento da área financeira, planejam suas atividades e possuem eficiente gestão do endividamento e da estrutura de capitais, com prazos e operações adequadas. Além disso, sua estrutura de capitais têm relativa semelhança com a *Trade off theory* ou a *Pecking Order theory*, haja vista o porte das empresas. Enquanto que as empresas que não se utilizam dessas práticas operam com oportunismo e sem planejamento financeiro. As mesmas apresentam risco mais elevado, resultados deficitários e dificuldades no acesso ao crédito. Concluindo não haver uma ótima estrutura de capitais para as empresas estudadas. Porém fatores importantes devem ser considerados, visando maximização dos lucros e a sobrevivência da Empresa, tais como a gestão do endividamento, a adequação dos prazos dos empréstimos e a formação na área financeira dos gestores, entre outros.

**Palavras chave: Estrutura de Capitais. Capitais Próprios. Capitais de Terceiros. Pecking Order, Tradeoff.**

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Patrimônio Líquido x Endividamento – Empresa A.....	28
Tabela 2 - Faturamento x Lucro Líquido – Empresa A.....	29
Tabela 3 - Patrimônio Líquido x Endividamento – Empresa B.....	33
Tabela 4 - Faturamento x Lucro Líquido – Empresa B.....	34
Tabela 5 - Patrimônio Líquido x Endividamento – Empresa C.....	36
Tabela 6 - Faturamento x Lucro Líquido – Empresa C.....	37
Tabela 7 - Patrimônio Líquido x Endividamento – Empresa D.....	40
Tabela 8 - Faturamento x Lucro Líquido – Empresa D.....	41
Tabela 9 - Patrimônio Líquido x Endividamento – Empresa E.....	43
Tabela 10 - Faturamento x Lucro Líquido – Empresa E.....	44

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Dados Cadastrais Empresa A.....	28
Quadro 2	Dados Cadastrais Empresa B.....	32
Quadro 3	Dados Cadastrais Empresa C.....	36
Quadro 4	Dados Cadastrais Empresa D.....	39
Quadro 5	Dados Cadastrais Empresa E.....	42

## SUMÁRIO

<b>1.</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2.</b>	<b>REVISÃO DA LITERATURA.....</b>	<b>14</b>
<b>2.1</b>	<b>Decisões Sobre Estrutura de Capitais.....</b>	<b>14</b>
<b>2.1.1</b>	<b>Static Trade-Off Theory.....</b>	<b>17</b>
<b>2.1.2</b>	<b>Teoria das Informações Assimétricas e o Pecking Order.....</b>	<b>18</b>
<b>2.2</b>	<b>Estudos Sobre Estrutura de Capitais.....</b>	<b>19</b>
<b>2.3</b>	<b>O Financiamento às Pequenas Empresas.....</b>	<b>21</b>
<b>2.4</b>	<b>O Risco do Crédito.....</b>	<b>22</b>
<b>3.</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>24</b>
<b>4.</b>	<b>ANÁLISE DOS DADOS.....</b>	<b>27</b>
<b>4.1</b>	<b>Empresa A.....</b>	<b>28</b>
<b>4.2</b>	<b>Empresa B.....</b>	<b>32</b>
<b>4.3</b>	<b>Empresa C.....</b>	<b>36</b>
<b>4.4</b>	<b>Empresa D.....</b>	<b>39</b>
<b>4.5</b>	<b>Empresa E.....</b>	<b>42</b>
<b>4.6</b>	<b>Avaliação do Grupo de Análise.....</b>	<b>46</b>
<b>5.</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>50</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>52</b>
	<b>ROTEIRO DE ENTREVISTA</b>	<b>55</b>

## 1. INTRODUÇÃO

As decisões que envolvem investimentos a serem realizados e a estrutura de capital são de grande importância para implementação de estratégias de crescimento e desenvolvimento das empresas. Apesar dos diversos trabalhos publicados sobre o assunto, o ponto de equilíbrio do nível ideal de endividamento de uma empresa, onde possa garantir a maior rentabilidade com menor risco, é um dos grandes desafios dos gestores financeiros.

Basicamente, a empresa dispõe de duas fontes de capital para seu financiamento: o capital de terceiros, advindo dos credores, e o capital próprio, proveniente dos sócios. Ambos representam custos que devem ser avaliados na tomada de decisão: sejam juros, impostos ou dividendos. Os capitais de terceiros referem-se principalmente aos empréstimos bancários de curto e longo prazo, além das demais obrigações como fornecedores, impostos e salários a pagar. Já o capital próprio diz respeito, essencialmente, ao patrimônio líquido, reservas, ações e lucros.

A utilização desses recursos apresenta diferentes custos à empresa, que se bem avaliados servirão para aumentar seus lucros. O estudo da estrutura de capital visa maximizar o valor da empresa através da melhor relação entre o uso de capital próprio e do capital de terceiros. Modigliani e Muller (1958), em trabalho pioneiro sobre o assunto, afirmam que não existe uma estrutura de capital ótima, que a utilização de empréstimos bancários ou de recursos dos acionistas não influencia no valor da firma. Desta forma, não haveria explicação através das teorias de estrutura de capital que maximizem o valor da empresa. Em um segundo modelo, que considera a vantagem fiscal na utilização da dívida, os autores MM sugerem a utilização de 100% do endividamento. Porém, esse modelo também não é perfeito, pois desconsidera os custos associados a esse endividamento.

Miyers e Majlug (1984) desenvolveram a teoria do *Pecking Order* defendendo uma hierarquização das fontes de financiamento, ou seja, a empresa segue uma ordem de preferência de recursos, privilegiando primeiramente os fluxos de caixa, retenção de lucros, reservas da empresa, abertura de capital a outros sócios e, por

último, aumento da dívida. Já a teoria do *Trade-off* defende uma meta para a estrutura de capital, ou seja, um ponto de equilíbrio entre os custos de dificuldades financeiras e os benefícios adquiridos com a utilização da dívida. Essas correntes se aplicam integralmente em grandes empresas.

Dentro desse contexto, as pequenas empresas têm mais dificuldades em fazer sua gestão financeira. Apesar de sua importância para desenvolvimento da economia de qualquer país, observa-se elevados índices de falência de empresas desse porte no Brasil. Muitos são os motivos atribuídos para esse resultado, com destaque para a falta de conhecimento dos gestores na área financeira. Muitas vezes o empresário tem grande experiência operacional, técnica e mercadológica, mas a falta de uma gestão financeira eficiente compromete o resultado da empresa.

Apesar de ter linhas de crédito diferenciadas, as pequenas empresas têm mais restrições no acesso ao crédito. Para a abertura de uma conta-corrente ou para a contratação de um empréstimo são exigidos pelos bancos vários documentos que, se não estiverem dentro de um padrão legal, poderão prejudicar a realização de qualquer operação.

As pequenas empresas com grande dependência de empréstimos bancários sofrem dificuldades quando optam por uma estrutura de capital fortemente alavancada. Uma vez que a elevação do endividamento aumenta o risco da empresa, o que diminui seus limites e eleva as taxas de juros, dificultando a gestão e comprometendo sua sobrevivência. Outro fato preponderante e visto por muitos autores como causa de falência é a inadequação da composição do capital, ou seja, a utilização de fontes de curto prazo, com custos mais elevados e prazos menores, para financiamento de investimentos. Dentro do portfólio de operações, disponibilizado pelos bancos, existem diversas modalidades para atender as empresas de forma adequada. Cabe aos empresários a utilização das fontes adequadas de financiamento, seja para operações de giro, curto prazo com custos mais elevados, ou de investimentos, longo prazo com custos menores.

No presente trabalho, verificou-se quais fatores são levados em consideração na escolha das fontes de financiamento e da estrutura de capitais das

pequenas empresas. As decisões são tomadas através da avaliação do endividamento ou por impulso ou disponibilidade? O comportamento dos gestores financeiros pode vir a colocar em risco a saúde financeira das empresas? Por meio de entrevista a cinco clientes da carteira de pessoa jurídica da agência Moinhos de Vento, do Banco do Brasil S.A. de pequeno porte, que atuam em diversos segmentos na cidade de Porto Alegre, levantou-se informações para responder à seguinte pergunta: quais fatores afetam o processo decisório das empresas quanto à escolha das fontes de recursos que devem ser utilizadas?

Se a estrutura de capitais influencia o valor da empresa, diferentemente do apregoado por Modigliani e Muller e fortemente defendido por diversos autores estudados, pode-se supor que alguns padrões sejam seguidos buscando maximizar o valor da firma através da eficiente gestão de seu endividamento. Diante disso, o objetivo geral desse trabalho é investigar a forma como as pequenas empresas, clientes do Banco do Brasil da agência Moinhos de Vento, tomam decisões de financiamento e endividamento, visando identificar práticas semelhantes em suas estruturas de capitais. Ainda verificar se esses comportamentos são oportunistas ou relacionados à *Teoria do Tradeoff*, ou a *Teoria do Pecking Order*, ainda que, a aplicação dessas correntes apresente limitações na pequena empresa, que não tem ações comercializadas no mercado financeiro. Ainda, no objetivo geral, analisar os potenciais riscos de método inconsistente de tomada de decisão nessa carteira de clientes.

Assim o objetivo geral do trabalho é investigar a forma que as empresas tomam decisão de financiamento e investimento. A seguir são apresentados os objetivos específicos, que possibilitarão atingir o objetivo geral:

- a) Traçar um perfil das empresas analisadas.
- b) Averiguar a forma como as decisões de financiamento e investimento são tomadas.
- c) Inter relacionar o financiamento e investimento.
- d) Identificar possíveis riscos no processo de tomada de decisão.
- e) Propor ações ao Banco do Brasil e aos empresários.

Primeiramente, se fez necessário traçar um perfil das empresas analisadas, ou seja, levantar informações como ramos de atividade, tempo de existência, número de empregados, formação de grupo empresarial, atuação no mercado internacional, existência de restrições cadastrais e forma de gestão. Além de nível de faturamento, patrimônio líquido, lucros obtidos e endividamento financeiro. Outros dados poderão ser utilizados para dar suporte aos argumentos apresentados.

Em segundo lugar, verificou-se a forma como os gestores dessas empresas tomam suas decisões de financiamento, identificando comportamento técnico ou “oportunista”, buscando associação parcial com a *Teoria de Pecking Order* ou a *Teoria de Tradeoff*. Após essa análise, um terceiro objetivo específico foi apurar a inter-relação de investimento e financiamento, mensurando o balanceamento de prazos das operações e grau de risco das fontes utilizadas para cada tipo de aplicação.

Ainda, como objetivo específico, identificar possíveis riscos do comportamento dos gestores, avaliando os perfis de empresários que apresentem menos aderência e utilizam linhas em desacordo com uma adequada gestão financeira. Traçando um paralelo com a inadimplência dessas empresas, observada no último ano.

Propor ações a serem desenvolvidas pelo Banco do Brasil junto aos empresários de forma a conscientizar para o uso adequado de crédito será o último objetivo específico. Nos últimos anos, em função do mercado interno fortemente aquecido, as empresas elevaram de forma geral o nível de endividamento. Houve ampliação das linhas de produção, investimentos em infra-estrutura e tecnologia, aumento da contratação de mão-de-obra, entre outras, visando manutenção no mercado. Essas alterações exigiram maiores volumes de recursos tanto para capital de giro como investimentos.

Enfim, o presente trabalho busca estudar a forma como as pequenas empresas, clientes do Banco do Brasil, tomam decisões de financiamento e investimento, e quais fatores são determinantes na escolha da sua estrutura de capitais.

## **2. REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 As Decisões Sobre Estrutura de Capitais**

As empresas são organizações que envolvem recursos humanos, materiais e financeiros, que visam atingir certos objetivos, transformando insumos em produtos, gerando, assim, valor. Conforme Gitman, 2000, a meta de valorização da empresa é atingida quando as decisões tomadas levam a um saldo líquido de ganhos.

A teoria sobre a estrutura de capital é extensa, bem como as decisões que determinam a tomada de decisão. Souza e Clemente, 1997, defendem que as decisões de capital pertencem tipicamente ao nível estratégico, pois implica mudança no relacionamento da empresa com seus clientes, fornecedores e concorrentes, com o sistema financeiro e com o governo. As decisões que envolvem capitais são cruciais, pois poderão conduzir a empresa à expansão ou comprometer sua sobrevivência. Portanto, toda decisão de investimento deve ser muito bem estudada e ponderada, visando eliminar ao máximo o risco envolvido.

As estruturas de capitais das empresas são compostas por capitais próprios, apresentados nas demonstrações financeiras na forma de patrimônio líquido, e, capitais de terceiros, considerados para esse estudo como o somatório das dívidas financeiras de curto e longo prazo, além dos fornecedores, impostos, salários a pagar, entre outros, denominados como fontes espontâneas de financiamento e se apresentam como passivo circulante. É de conhecimento geral que esses itens constam no lado direito do balanço e são denominados fontes de capital.

Na análise financeira básica, a análise de estrutura é essencial. Silva, 2000, afirma que são considerados índices de estrutura aqueles que relacionam a composição de capitais (próprios e de terceiros), que medem os níveis de imobilização de recursos e que buscam relações na estrutura da dívida da empresa. De certo modo esses índices, estão ligados às decisões financeiras de financiamento e investimento.

Conforme Gitman, 2000, a estrutura de capital é uma das áreas mais complexas da tomada de decisões financeira de uma empresa. A definição da proporção

exata entre o capital próprio e de terceiros é de difícil mensuração. Todo o capital investido na empresa deve ser remunerado. Portanto os custos do capital são preponderantes na tomada de decisão. Para Ross, Westerfield e Jaffe, 2002, as alterações de estrutura de capital beneficiem a empresa se e, somente se, o valor da empresa aumenta. Desta forma, segundo os mesmos autores, os administradores devem escolher a estrutura de capital que acreditam poder levar ao maior valor possível para a empresa.

No que diz respeito a apuração do nível de endividamento das empresas Braga, 1994, afirma que o endividamento expressa a relação entre o capital de terceiros e o Ativo Total. Dentro desse conceito podemos incluir o termo alavancagem, que, conforme Gitman, 2002, resulta do uso de ativos de custo fixo para aumentar os retornos da empresa. Ainda depreende-se da obra do autor o conceito de que a alavancagem afeta o risco e que quanto maior o risco, maior o retorno, e vice-versa.

Modigliani e Muller (MM) publicaram em 1958 o artigo *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. Nesse trabalho, os autores afirmam que não há estrutura de capital ótima, já que o valor da empresa é independente da forma como são financiados seus ativos e está relacionada exclusivamente com o retorno esperado dos seus projetos, ou seja, o fluxo de caixa. Assim, foram pioneiros na conclusão de que uma empresa não é capaz de alterar seu valor total, alterando sua estrutura de capitais, dentro de um equilíbrio de mercado. Esses autores constataram que o custo médio ponderado de capital da empresa não pode ser reduzido por meio da substituição de capital próprio por capital de terceiros, mesmo sendo o capital de terceiros considerado mais barato. Pois, à medida que a empresa aumenta o capital de terceiros, mais coloca em risco o capital próprio.

A teoria de Modigliani e Muller (1958) não considerou a incidência de imposto de renda, a ausência de custos de transação, a inexistência de assimetria de informações entre indivíduos de dentro da empresa e de fora da empresa, os custos de agência, além de outros pressupostos, afirma Copeland e Weston (1992), o que pode ter limitado a obra de M.M.

Posteriormente, em trabalho realizado em 1963, Modigliani e Muller propuseram uma nova formulação, considerando a existência de imposto de renda. Nesse artigo, os autores reconhecem haver ganho pelo fato de a remuneração da dívida (juros) ser descontada do lucro tributável na forma de despesa. Desta forma, a estrutura de capitais pode sofrer influência dos benefícios fiscais resultantes do endividamento. O trabalho desses autores ainda que muito questionado, foi um grande influenciador da moderna teoria de finanças. Ross, Westerfield e Jaffe, 2002, comentam o seguinte: embora o trabalho de MM seja muito discutido e conclui que a decisão de financiamento é irrelevante, na prática a decisão parece ser muito importante

Daher (2004) indica que, anteriormente ao estudo de MM, o que se observava eram as teorias defendidas pelos chamados tradicionalistas, os quais afirmavam que quanto maior o risco, maior o retorno e vice-versa. Mesmo não dispondo de ferramentas de cálculo de risco e retorno, já era evidente que organizações com fragilidade financeira ao buscar empréstimos bancários, pagavam taxas de juros maiores, resultando em aumento de custos de capital, impactando assim o valor da empresa. De acordo com Fama e Grawa (2000), os investidores exigem retornos maiores para investimentos mais arriscados.

Vários autores indicam uma estrutura de capital ótima teórica baseada no balanceamento dos benefícios e custos do financiamento da dívida. Conforme Gitman, 2000, quanto maior o risco operacional, mais cautela deve-se ter ao estabelecer a estrutura de capitais. Empresas com demanda e riscos voláteis tendem a ter alto risco operacional.

Para Ross, Westerfield e Jaffe, 2002, o uso de capitais de terceiros oferece benefícios fiscais à empresa. Entretanto, o uso de capital de terceiros exerce pressão sobre a empresa, pois o pagamento de juros e principal representa obrigações. Gitman, 2000, também afirma que o maior benefício do financiamento é a vantagem tributária, uma vez que as despesas financeiras reduzem o lucro tributável. Dessa forma quanto maior o endividamento e os custos decorrentes deste, menor serão as despesas com impostos. O valor da empresa cresce com o grau de endividamento quando existe IRPJ.

No entanto, conforme Ross, Westerfield e Jaffe, 2002, há um momento em que esse custo é igual ao benefício fiscal e deve ser avaliado. É claro que as decisões de estrutura de capital de uma empresa podem ser vistas como envolvendo um equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de dificuldades financeiras.

Perobelli e Fama, 2001, afirmam que nenhuma decisão de investimento pode ser tomada sem que sejam considerados os custos de financiamento – apurados a partir da combinação entre o endividamento e o capital próprio.

Harris e Raviv (1991) pesquisaram mais de 150 artigos sobre estrutura de capitais e concluíram pela definição de alguns modelos capazes de explicar o padrão de financiamento das empresas, como o modelo baseado nos custos de agência, em informações assimétricas, em características organizacionais e no controle corporativo.

Enfim, pelas contribuições de vários autores, as decisões sobre estrutura de capitais são complexas e exigem elevado nível de conhecimento dos gestores financeiros. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe, 2002, *as teorias a respeito da estrutura de capitais encontram-se entre as mais elegantes e sofisticadas na área de finanças, no entanto, temos muitas teorias e na aplicação prática estão aquém do satisfatório.*

### **2.1.1 *Static Trade-Off Theory***

Myers (1984) apresentou duas correntes teóricas relacionadas a definição da estrutura de capital das empresas: a *Static Trade-Off Theory* e a *Pecking Order Theory*. A primeira afirma que as empresas devem buscar uma ótima estrutura de capitais, que maximize os lucros e minimize os custos do endividamento. A segunda diz respeito à hierarquia das fontes utilizadas.

Segundo, Santos, Junior e Cicconi, 2008, a utilização de capitais de terceiros gera dois efeitos opostos. O efeito positivo da dívida é resultante do benefício fiscal obtido por meio da dedução do imposto de renda. Enquanto os custos de falência representam o efeito negativo do endividamento.

Tanto para os efeitos positivos como negativos, Myers (1984), afirmou que as empresas devem, segundo a *Static Trade-Off Theory*, substituir o capital de terceiros pelo próprio e vice-versa, até o ponto em que seu valor seja maximizado, chegando então a uma estrutura-meta de capital. Defende, então, que as empresas possuem um nível ótimo de endividamento e que sempre que a empresa se afasta deste nível, esta emite ações ou dívida de forma a voltar ao nível ótimo.

Conforme Brealey, Myers e Marcus (2002, p.451), a *Static Trade-off Theory* afirma que os “gerentes financeiros devem aumentar a dívida até o ponto em que o valor de incentivos fiscais resultantes de juros adicionais seja exatamente compensando pelos custos adicionais de possível dificuldade financeira”. Baxter (1967), Warner (1977) e Altman (1984) discutiram que uma das conseqüências do endividamento são os custos de falência que encarecem o custo de capital das empresas, na medida em que o retorno exigido tanto pelos credores como pelos investidores aumenta quanto maior for a participação de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas.

### **2.1.2 Teoria das Informações Assimétricas e o *Pecking Order***

A outra teoria que explica a definição da estrutura de capitais das empresas, *Pecking Order*, em contrário da *static trade-off theory*, afirma não haver uma estrutura meta de capital. Essa teoria defende a existência de assimetria entre as informações de posse dos gestores (insiders) e aqueles disponíveis ao mercado. Os gestores, geralmente, contam com informações privilegiadas sobre os retornos das empresas e suas oportunidades de investimento, informações que, na maior parte das vezes, não são disponibilizadas para conhecimento dos investidores, credores e do mercado.

A Teoria do *Pecking Order* consiste na identificação de uma ordem de fontes de financiamento adotada pelas empresas, resultante da assimetria de informações. Ou seja, o fato do mercado e insiders possuírem informações distintas sobre uma empresa faz com que a escolha por seguir uma hierarquia de fontes de financiamento não seja prejudicial à organização. Assim, a hierarquia começa com a escolha de fontes internas: fluxo de caixas das operações, retenção de dividendos, lucros

acumulados..., e termina com emissão de ações ou abertura de capital para outros sócios. Ou seja, uma empresa assumirá uma dívida quando não dispuser recursos em caixas suficientes para financiar seus projetos. A empresa pode adotar duas estratégias: manter uma estrutura de capital alvo; ou seguir a teoria do pecking order. A outra possibilidade seria oportunismo, através da identificação de boas oportunidades de negócios e de recursos para seu financiamento, sem prévio planejamento.

Myers e Majluf (1984) explicam a preferência das empresas por fontes internas, pois os investidores têm menos acesso às informações do que os insiders acerca do valor da empresa, possivelmente as ações da empresa estarão erroneamente precificadas pelo mercado. Desta forma, ao necessitar de recursos, a empresa não deve optar por emitir ações, já que estas estarão com preços subavaliados pelos investidores, que não dispõe de informações suficientes para apurar o preço justo.

## **2.2 Estudos sobre a Estrutura de Capital**

Além das teorias sobre estrutura de capitais, diversos estudos empíricos foram realizados com a finalidade de identificar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas. Toy et al (1974) testaram a hipótese de que o crescimento, a lucratividade e o risco são determinantes do endividamento das empresas do setor manufatureiro de países industrializados. As hipóteses dos autores para as três variáveis em análise foram:

- a) empresas com alto crescimento de ativos são mais endividadas;
- b) empresas com alta lucratividade são menos endividadas;
- c) empresas com maior risco são mais endividadas, devido aos limitadores impostos pelo fornecedores de crédito.

A pesquisa constatou uma relação positiva entre crescimento da empresa e endividamento, confirmando a hipótese número 1; e uma relação negativa entre lucratividade e endividamento, o que confirmou a hipótese número 2, ou seja, as empresas mais lucrativas, utilizam-se menos de capitais de terceiros. Uma relação negativa entre risco e endividamento não foi confirmada.

Na busca pela ótima estrutura de capitais, vários autores sinalizam que o valor de uma empresa é maximizado quando seu custo de capital é minimizado. Portanto, importante destacar quais os custos do capital. Para tanto deve-se calcular o custo do endividamento, após IR, o custo do capital próprio e o custo médio ponderado do capital, conforme Matarazzo, 2003.

Voltando aos trabalhos realizados por Modigliani e Muller, 1958, onde comparam a empresa com uma pizza. Não importa em quantas fatias ela é dividida, o tamanho permanece o mesmo. Assim também é o fluxo de caixa de uma empresa, ele é único, e todos os pagamentos efetuados têm origem nesse resultado.

Quando se está formulando uma política a respeito de estrutura de capitais deve-se considerar o nível do endividamento das empresas que atuam no mesmo setor de atividade. As empresas baseiam suas decisões nas médias setoriais. Desta forma, alterações isoladas, poderão alterar o risco. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe, 2002, não há formula que possa calcular o quociente entre capitais de terceiros e capital próprio para todas as empresas. Entretanto, há evidência que as empresa se comportam como se tivesse índices de endividamento desejados. Ainda, de acordo com o mesmo autor, são quatro os fatores importantes na determinação de um quociente desejado entre capitais de terceiros e capitais próprios:

- a) Impostos: se a empresa possui lucro tributável, a utilização de capitais de terceiros reduz os impostos;
- b) Tipos de Ativos: quando seus ativos referem-se a imóveis, prédios, de fácil revenda. Não sendo o caso de considerável investimento em pesquisa e desenvolvimento, que possuem menor valor de revenda;
- c) Grau de Incerteza do Resultado Operacional: as empresas tendem a se endividar mais quando possuem resultados operacionais certos;
- d) Hierarquia de Fontes e Folga Financeira: as empresas preferem usar capitais próprios a capitais de terceiros.

Eid Junior (1996) realizou um levantamento nas empresas nacionais e concluiu que as mesmas não seguiam uma estrutura-meta de capital, conforme indica a teoria do *Trade-off*, mas buscavam seguir o oportunismo ou adotavam uma hierarquia de fontes de recursos, teoria do *Pecking Order*. Além desses trabalhos, diversos outros autores estudaram os determinantes da estrutura de capitais e seu impacto no valor da empresa, sem perder de vista o questionamento sobre a existência da ótima estrutura de capitais.

Titman & Wessels, 1988, sugerem que as empresas selecionem sua estrutura de capitais ou grau de endividamento de acordo com atributos próprios que determinam os vários custos/benefícios associados à decisão de financiamento. No entanto, a comprovação de tais teorias, seria dificultada pelo fato de serem esses atributos conceitos abstratos e não diretamente observados.

### **2.3 O Financiamento às Pequenas Empresas**

São classificadas como pequeno porte, as empresas com Receita Operacional Bruta anual maior que R\$ 2,4 milhões e, menor ou igual, a R\$ 16 milhões, conforme informações do site do BNDES. Essa classificação foi definida nas circulares nº 11/2010 e 34/2011. As pequenas empresas são numerosas no Brasil, sendo consideradas fundamentais no desenvolvimento socioeconômico do país, tanto para a geração de empregos, onde, conforme o SEBRAE, são responsáveis por 53% dos trabalhadores, como na arrecadação de impostos e no aumento das exportações. De forma geral, necessitam de recursos de terceiros para financiamento de investimento e capital de giro. Aos bancos compete a função de prover esses recursos, identificar necessidades, avaliar o risco envolvido e subsidiar a decisão e a formalização da operação.

De acordo com o Serviço Brasileiro de Apoio à Micro e Pequenas Empresas – SEBRAE, vários motivos determinam a insolvência/falência de uma empresa. Os motivos mais determinantes estão relacionados com a falta de controle financeiro e ausência de um plano de negócios. Uma das grandes dificuldades

encontradas na administração financeira das pequenas empresas é em relação ao patrimônio da empresa e dos sócios, que muitas vezes é confundido. SILVA, 2000, diz que a função financeira, que normalmente cabe ao dono da empresa, volta-se muito mais para a obtenção de recursos para sua sobrevivência e/ou para cobrir deficiência de caixa decorrente de decisões já tomadas do que propriamente para um adequado planejamento das origens e aplicações de recursos.

Esse fato pode ser preponderante para que, salvo algumas exceções, as empresas de pequeno porte sejam mais sensíveis. Conforme Silva, 2000, de certo modo, em épocas de crise, as pequenas empresas são as primeiras a enfrentar dificuldades financeiras, ao mesmo tempo em que são as últimas a sair da crise. Até devido ao fato de termos uma maior quantidade de empresas pequenas no universo empresarial, a representatividade dessas empresas no volume de concordatas e falências é maior. Ainda, segundo o indicador SERASA Experian de Falências e Recuperações, as micro e pequenas empresas lideram falências decretadas, com um índice de quase 90%, em agosto.

A análise da idade das empresas se faz importante, uma vez que a maioria das insolvências ocorre na faixa de 3 a 6 anos da data da fundação. Esses dados podem ser confirmados ao longo do tempo.

O acesso ao crédito ainda é dificultado por falta de documentos que geralmente são exigidos pelos bancos para liberação de crédito. Silva, 2000, diz que na maioria das vezes, os demonstrativos contábeis das pequenas empresas não expressam a realidade. Nesses casos a análise completa da situação fica prejudicada, o que provoca piora no risco e redução dos limites de créditos. Nesse caso, os Bancos dão ênfase ao cadastro e à análise das pessoas de seus sócios, quanto aos bens patrimoniais e ao caráter dos mesmos. Outros dados complementam a análise como margem do segmento, receitas, despesas e endividamento.

## 2.4 O Risco do Crédito

No Brasil, as instituições financeiras consideram como um dos principais indicadores de análise de risco e estabelecimento de limite de crédito o nível de endividamento e a estrutura de capital. A respeito, assim escreve Sanvicente, 1985, *o risco financeiro, ou variabilidade dos retornos para o acionista ordinário, é definido além do risco econômico subjacente, pelo uso relativo de capitais de terceiros, ou seja, pelo uso de recursos que exigem remuneração fixa e prioritária em face da remuneração do capital do acionista.* Gitman, 2000, lembra a importância da avaliação do risco externo. A habilidade da empresa em levantar fundos depende de avaliações externas de risco pelos credores. A empresa deve considerar o impacto das decisões nas estruturas de capitais.

Ao conceder um empréstimo ou um financiamento, qualquer banco estará assumindo o risco de não receber, ou seja, o cliente poderá não cumprir a promessa assumida no contrato. Conforme Silva, 2000, as razões que levam o cliente ao não-cumprimento da promessa podem estar relacionadas ao seu caráter, a sua capacidade de gerir os negócios, aos fatores externos adversos ou a sua incapacidade de gerar caixa. Mesmo a garantia não devendo ser o fato decisivo para concessão de empréstimo ou de um financiamento, alguns tipos de operações devem ser respaldadas por garantias que equilibrem e compensem as fraquezas relacionadas às demais variáveis implícitas no risco do crédito.

O risco do crédito é a probabilidade de que o recebimento não ocorra. Podemos classificar os riscos de créditos de um banco em quatro grupos: risco do cliente; risco de operação; risco de concentração; e risco da administração do crédito. No Brasil, a Resolução nº 2.682, de 21.12.1999, do Banco Central do Brasil, determinou as escalas de classificação de risco e fixou os respectivos percentuais de provisionamento para créditos de liquidação duvidosa, entre outros assuntos tratados naquela norma.

No gerenciamento do crédito, a diferença é muito grande entre uma empresa classificada como risco mínimo e outra com risco máximo numa determinada escala de avaliação. Segundo Silva, 2000, uma empresa com risco mínimo será necessariamente

uma empresa saudável, mas que não demanda crédito. Enquanto uma empresa com risco máximo tenderá a não ter muitas alternativas para obtenção do crédito. Um bom sistema de classificação de risco é fundamental para a decisão do crédito, orientando para o nível de risco que se está assumindo, quanto às expectativas de inadimplência, bem como ao grau de exigência das garantias.

### **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

O presente trabalho se caracteriza por ser científico. O método utilizado é o Estudo de Caso, uma vez que a abordagem será qualitativa acerca dos fatores determinantes para a escolha da estrutura de capitais. A pesquisa visa conhecer melhor o processo de tomada de decisões das pequenas empresas, clientes do Banco do Brasil, no que diz respeito às fontes de recursos para financiamento de suas atividades operacionais e na realização de investimentos de curto e longo prazo, bem como analisar potenciais riscos de método inconsistente de tomada de decisão.

Escolheu-se cinco empresas de pequeno porte, de um total de 84 existentes, que fazem parte da carteira de clientes do Banco do Brasil da agência Moinhos de Vento, Porto Alegre (RS). Referidas empresas atuam em vários segmentos, sendo a definição das entrevistadas escolhidas de acordo com a facilidade no acesso às informações internas e externas. Sendo o critério de escolha subjetivo, por conveniência. As empresas não foram identificadas, visando preservar as mesmas e proporcionar ambiente que favoreça a elucidação mais clara possível do processo. No decorrer do trabalho, as mesmas foram denominadas como empresa A, empresa B, empresa C, empresa D e, por último, empresa E.

Assim, para atender ao principal objetivo do presente trabalho é fundamental a utilização de instrumento para coleta de dados. Para tanto, elaborou-se um questionário semi-estruturado com perguntas agrupadas em blocos, visando maior clareza do tema. A coleta de dados deu-se através de entrevista pessoal semi-estruturada com o gerente financeiro da empresa ou principal sócio. Esses dados possibilitarão responder cada um dos aspectos determinado nos objetivos específicos.

No primeiro bloco, foram levantados os dados cadastrais, fundamentais para situar a empresa dentro no mercado onde atua, principalmente quanto ao ramo de atividade, o tempo de existência, número de empregados, formação de grupo empresarial, existência de restrições e forma de tributação. Todos esses fatores direta ou indiretamente influenciam o valor da empresa e a sua estrutura de capitais, conforme diversos autores.

Na sequência, os dados financeiros foram apurados. Optou-se por buscar essas informações através da entrevista e não dos demonstrativos contábeis, uma vez que, na maioria das empresas de pequeno porte, os balanços não contêm registros fidedignos que espelhem a realidade das mesmas. Essa conclusão é tirada da literatura pesquisada. Não é afirmado, no entanto, que esse fato é evidenciado nas empresas estudadas. Dados como volume de faturamento, rentabilidade, perspectivas e tendências, são apurados nesse bloco, além do ciclo financeiro e operacional, que são determinantes para a necessidade de captação de recursos para operações de capital de giro.

A parte mais complexa da entrevista diz respeito aos fatores determinantes da estrutura de capital e as teorias relacionadas: *Pecking Order e Trade-OFF*, e o fato de que esse assunto é pouco conhecido no ambiente das empresas. Além de que a aplicação dessas teorias é dificultado na pequena empresa que não possui ações comercializadas no mercado financeiro. Portanto, foram traduzidos de forma simplificada, objetivando facilitar o acesso às informações e buscar semelhanças com as teorias. Foram elaboradas diversas questões aos administradores financeiros das cinco empresas selecionadas, uma vez que é necessário conhecer as evidências encontradas na prática para a tomada de decisão. Entender esse processo visa minimizar riscos e aumentar o retorno das empresas.

A seguir foram realizadas perguntas relativas ao endividamento bancário, as modalidades utilizadas, os prazos e o direcionamento dos recursos, além de disponibilidades de limites e ocorrências de atrasos no pagamento dos empréstimos. Por último, apresentou-se as questões relativas ao capital próprio e a sua gestão dentro da empresa, principalmente nos aspectos quanto à remuneração e o reinvestimento dos lucros.

O referido questionário foi aplicado pessoalmente, através de visita ao gestor ou gerente financeiro da Empresa, de forma semi-estruturada, e a compilação de seus dados se deu de forma manual

## 4. ANÁLISE DOS DADOS

As cinco empresas de pequeno porte escolhidas fazem parte de um total de 84 existentes na carteira de clientes do Banco do Brasil da agência Moinhos de Vento, em Porto Alegre (RS). Referidas empresas atuam em vários segmentos e estão localizados em diversos bairros da capital. A definição das entrevistadas foi feita a partir de análise do potencial de mercado e previsão de crescimento e expansão para os próximos anos. As empresas não foram identificadas, visando preservar as mesmas e proporcionar ambiente favorável para elucidação mais clara possível do processo. No decorrer do trabalho, as mesmas serão identificadas como empresa A, empresa B, empresa C, empresa D e, por último, empresa E. Os demais procedimentos foram descritos nos procedimentos metodológicos.

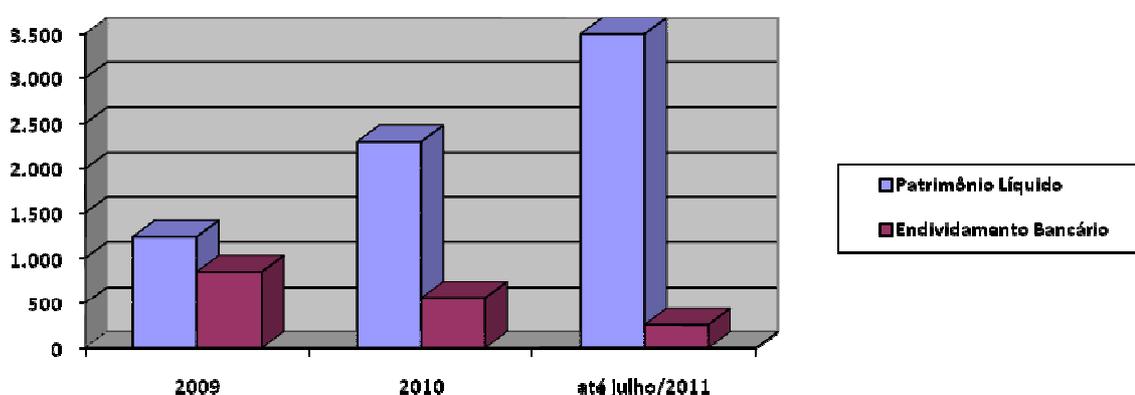
As questões chaves na análise dos dados coletados foi averiguar as formas de financiamento e os fatores determinantes na tomada de decisão da estrutura de capitais dessas Empresas. Aspectos como perfil cadastral, dados econômico-financeiros e a forma como é conduzido o processo de tomada de decisão de investimentos foram levantados. Além da associação parcial da estrutura de capitais com a *Static Trade-Off Theory e Pecking Order Theory* já que as pequenas empresas não possuem ações negociadas na bolsa de valores, portanto não incorre no problema de assimetria de informações, entre outros.

### 4.1 Empresa A

Ramo de Atividade	Publicidade e Propaganda
Tempo de Existência	11 anos
Número de Empregados	19
Forma de Tributação	Lucro Real
Forma Grupo Empresarial	Sim
Atuação no Mercado Internacional	Não
Existência de Restrições	Não
Empresa Familiar	Não

**Quadro 1** – Dados Cadastrais Empresa A

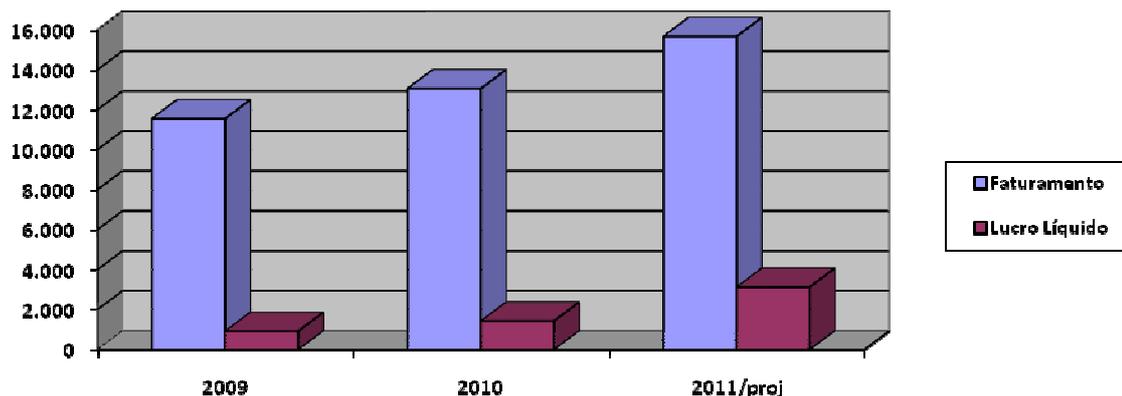
A empresa denominada pela letra A apresenta estrutura de capitais com baixa participação de capitais de terceiros, ou seja, os recursos próprios investidos superam consideravelmente os empréstimos e financiamentos, portanto opera com pequena alavancagem financeira. Esse fato, dentro de uma análise pré-liminar conservadora pode ser considerada positiva, uma vez que reduz o risco e a dependência de terceiros. Conforme pode ser visto no gráfico abaixo, ao tempo que vem aumentando o seu patrimônio líquido, vem reduzindo seu endividamento oneroso. Esse fato decorre do re-investimento dos lucros, que reduzem a necessidade de capitais da Empresa.



**Tabela 1** – Patrimônio Líquido x Endividamento Bancário Empresa A

Atualmente, opera com dois bancos e seu endividamento total é de R\$ 254 mil, sendo R\$ 154 mil no longo prazo, operações com o cartão BNDES, e R\$ 100 mil na modalidade de capital de giro de curto prazo. Mantém, ainda, recursos financeiros aplicados para eventual necessidade e melhorar o poder de barganha.

Conforme pode ser observado abaixo, em 2010, faturou R\$ 13.066 mil, o que representou um crescimento de 13% em relação a 2009. Para este ano, prevê aumento de 20% em relação a 2010. Seu objetivo é operar com margem de lucro de 20%. Em 2010, obteve 11% e, até meados de 2011, 15% de margem. Esses resultados sinalizam o atingimento das metas, ou seja, que as decisões tomadas estão levando a saldo líquido de ganhos, o que é um fator positivo para a Empresa. Seus maiores custos são representados por serviços terceirizados, de intermediação, de criação e de manutenção.



**Tabela 2** – Faturamento x Lucro Líquido Empresa A

Até o momento, suas atividades operacionais, ou seja, seu capital de giro é totalmente financiado por fontes não onerosas, fornecedores, o que favorece a Empresa. Atualmente, ao iniciar um novo trabalho, recebe os recursos antecipadamente dos clientes no momento da contratação do serviço. Cada projeto tem seu próprio fluxo de caixa, prevendo entradas combinadas com saídas, o que permite relativa “folga” de recursos. Mantém, constantemente, aplicações financeiras nos bancos.

Para os próximos anos, pretende operar com órgãos públicos em Porto Alegre, Curitiba e Paraná, participando de licitações de mobiliário urbano, entre outros projetos, o que deverá dobrar seu faturamento nos próximos anos. Essa alteração no portfólio de clientes deverá mudar significativamente sua estrutura de capitais, podendo comprometer seu risco. A empresa terá aumento em sua necessidade de capital de giro e de financiamento para investimento, caso concretize esses negócios, haja vista os valores envolvidos. Pretende financiá-los através de recursos bancários, tendo limites de crédito disponíveis em bancos suficientes para o projeto. Porém considera a possibilidade de abertura de capital para investidores e a participação através de consórcio com outras empresas do ramo.

A Empresa não estabelece metas entre o capital próprio e o capital de terceiros, visando a maximização da Empresa, portanto não se vislumbra na prática a aplicação da *Static Trade-off Theory*. Atualmente, seu endividamento pode ser considerado muito baixo com relação ao capital próprio, que é a fonte de preferência dos recursos utilizados.

Pode-se dizer que opera parcialmente com a *Pecking Order Theory*, já que respeita a herarquia entre as fontes de financiamento, que se iniciam com capital próprio, fluxo de caixa do projeto e, por último, linhas de financiamento bancário. A Empresa A somente assume uma dívida quando não possui recursos próprios em caixa para financiar seus projetos. Sempre utilizando os financiamentos de acordo com sua origem, ou seja, direcionando todos os investimentos para operações de longo prazo e necessidades eventuais de capital de giro, no curto prazo. Porém, até o momento os sócios não fizeram aportes de capitais e a Empresa não abriu seu capital para novos investidores, podendo vir a fazê-lo no futuro.

Eventualmente, quando surgem negócios, entendidos pelo Conselho de Administração, como favoráveis, seguem o oportunismo, sem preocupação com a estrutura de capitais da Empresa, avaliando o custo x benefício do empreendimento. Essa prática é avaliada como de grande eficiência até o momento pela Empresa, haja vista a situação favorável em que se encontra.

Recentemente, necessitou de capitais para investir na nova sede. Os recursos utilizados foram aplicações financeiras da Empresa, em sua maior parte, e operações de longo prazo, quatro anos, junto a uma instituição financeira, através do cartão BNDES. Além de troca de fornecimento de máquinas, equipamentos e materiais para a construção, por mídias a serem desenvolvidas pela própria Empresa, fazendo uma espécie de escambo. Ratificando que a forma como utilizou os financiamentos desse investimento sinalizam coerência com a teoria do *pecking order*.

No início das atividades, dependeu mais dos recursos bancários para consolidar o crescimento hoje apresentado. Em casos especiais, utilizou financiamentos bancários por oportunidade ou necessidade, de forma diferente da convencional, utilizando empréstimos de curto prazo para investimento em novos negócios. Porém, estas ocorrências foram raras no percurso da empresa e se deram, principalmente, no início das atividades devido a dificuldades em conseguir empréstimos bancários e não dispor de recursos próprios. Hoje, não imobiliza giro de forma alguma, o que evite exposição da Empresa ao risco de falências e concordatas.

Observa-se que a Empresa, já que é tributada pelo lucro real e opera com pequeno endividamento, não utiliza plenamente a vantagem fiscal das despesas financeira, visando reduzir lucro tributável e aumento das margens. Esse fato não é considerado na tomada de decisão, o que poderia melhorar ainda mais seu desempenho. As taxas de juros e prazos são avaliados isoladamente. A Empresa vê com receio a utilização de financiamentos bancários pois entende que aumenta os risco e os custos, já que não considera a vantagem tributária.

Um fator positivo para a empresa, diferente das outras empresas do segmento é que o capital dos sócios não se confunde, de forma alguma, com o capital da Empresa e que o processo de tomada de decisão é sempre feito em forma de comitê, na busca do consenso entre a diretoria.

Desta forma, conclui-se que a Empresa A possui boa situação econômico-financeira, com tendência favorável. Não se pode afirmar, no entanto, que opera com ótima estrutura de capitais e que o valor da Empresa não pode ser ainda mais maximizado. O fato de possuir baixo endividamento em relação ao capital próprio não garante a máxima valorização da Empresa.

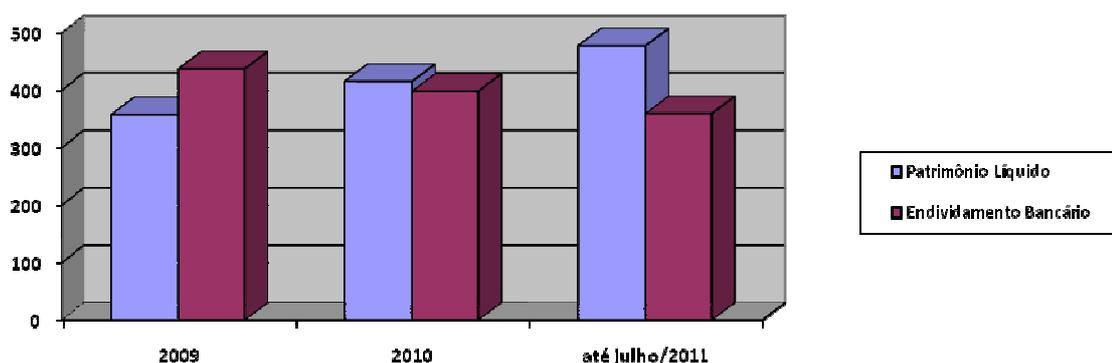
Um aspecto que pode ser melhorado diz respeito à vantagem fiscal, que não vem sendo considerada na tomada de decisão. Pois o ponto positivo do financiamento é a vantagem tributária, uma vez que as despesas financeiras reduzem o lucro tributável. Conforme Brealey, Myers e Marcus (2002, p.451), “os gerentes financeiros devem aumentar a dívida até o ponto em que o valor de incentivos fiscais resultantes de juros adicionais seja exatamente compensando pelos custos adicionais de possível dificuldade financeira”. Dessa forma, quanto maior o endividamento e os custos decorrentes deste, menor serão as despesas com impostos. O valor da empresa cresce com o grau de endividamento quando existe IRPJ. Nos demais aspectos que dizem respeito às formas de financiamento, a Empresa vem operando dentro das melhores práticas utilizadas por similares do mesmo porte.

## 4.2 Empresa B

Ramos de Atividade	Bares e Restaurantes
Tempo de Existência	17 anos
Número de Empregados	32
Forma de Tributação	Simplex
Forma Grupo Empresarial	Sim
Atuação no Mercado Internacional	Não
Existência de Restrições	Eventualmente
Empresa Familiar	Sim

**Quadro 2** – Dados Cadastrais Empresa B

A empresa denominada pela letra B apresenta estrutura de capitais, com significativa participação de capitais de terceiros, porém com tendência de queda nos últimos anos. Os lucros obtidos vêm sendo reinvestidos o que permite redução do endividamento. Pode-se afirmar que a Empresa depende de capitais de terceiros, principalmente de bancos, para manter suas atividades. Conforme pode ser visto no gráfico abaixo, seu patrimônio líquido vem aumentando, o que permite a diminuição dos empréstimos bancários.

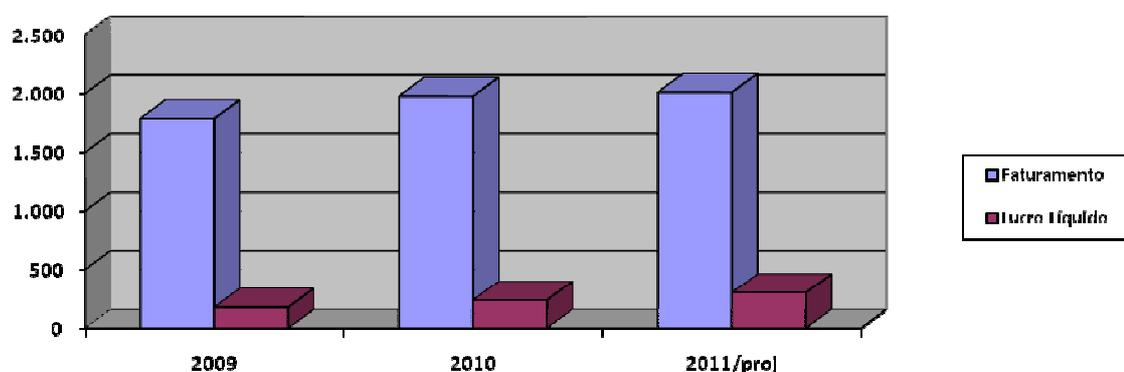


**Tabela 3** – Patrimônio Líquido x Endividamento Bancário Empresa B

Atualmente, a Empresa B opera com 3 bancos. Seu endividamento total em julho/2011 era de R\$ 359 mil, sendo que R\$ 151 mil estão concentrados no longo prazo, cartão BNDES, e o restante no curto prazo, utilizados para capital de giro, através da antecipação de fatura de cartões de crédito. A Empresa costuma operar com

recursos de terceiros, ou seja alavancada, que, conforme Gitman, 2002, resulta do uso de ativos de custo fixo para aumentar os retornos da empresa, a alavancagem afeta o risco e quanto maior o risco, maior o retorno e vice-versa.

Conforme pode ser visto no gráfico abaixo, a empresa B faturou em 2010 R\$ 1.979 mil. Esse valor foi 13% superior ao do ano anterior – 2009. Para 2011, espera repetir o crescimento do ano passado. Seu objetivo é operar com margem de lucro de 12% a.a., o que vem se concretizando nos últimos anos. Para 2012, pretende melhorar as margens a partir da redução dos custos, que são formados essencialmente por alimentos e bebidas, despesas com pessoal e custos de manutenção do imóvel. Vem investindo em treinamento dos funcionários visando reduzir essas despesas.



**Tabela 4** – Faturamento x Lucro Líquido Empresa B

Suas vendas são feitas essencialmente à vista e no cartão de crédito e o prazo médio de recebimento são 18 dias. Como paga os fornecedores com 21 dias, necessita de recursos para financiamento de seu capital de giro. Utiliza recursos próprios e sistematicamente recorre a financiamentos bancários de curto prazo para suprir essas necessidades, principalmente através de antecipação das faturas dos cartões de crédito.

A empresa não tem planejamento de suas atividades para os próximos anos. Conforme o gerente financeiro, sempre operou dentro das oportunidades surgidas. As decisões de financiamento são tomadas no momento de fazer o investimento. Apesar do forte controle dos custos operacionais, a Empresa não segue um orçamento específico, nem tem metas de desempenho. Esses fatores poderão colocar a Empresa em risco. Conforme Perobelli e Fama, 2001, nenhuma decisão de

investimento pode ser tomada sem que sejam considerados os custos de financiamento – apurados a partir da combinação entre o endividamento e o capital próprio. Outro fator preocupante é que todas as decisões de financiamento e investimentos são centralizadas no sócio que possui a maior parte das cotas. Esses fatos são característicos das empresas familiares de pequeno porte.

A Empresa B não faz análise da estrutura de capitais, visando identificar a proporção entre o capital próprio e o capital de terceiros e entende que essa avaliação não se faz necessária. Tampouco segue hierarquia de preferência para utilizar determinados tipos ou formas de financiamento na hora de realizar um investimento. Portanto, não são evidenciadas a utilização da teoria do *Trade-OFF* ou *Pecking-Order*. Geralmente, recorre aos bancos a partir de pesquisa de taxas e prazos adequados. Por ora, não cogita possibilidade de abertura de capital para outros sócios investidores, nem pretende fazer aporte de recursos na Empresa.

Em muitas ocasiões, utilizou recursos de curto prazo para financiar investimentos, de forma divergente da convencional. O fato mais marcante dessa experiência foi quando inaugurou duas filiais em Porto Alegre. Na época, entendeu que teria capital de giro suficiente para bancar os projetos, no entanto, os gastos foram superiores às expectativas. Como as linhas de investimento somente permitem a utilização da modalidade previamente à execução, não foi possível o financiamento no longo prazo. Desta forma, buscou empréstimos de giro de curto prazo, que além de possuírem prazos menores e taxas mais altas, ainda comprometeu o financiamento das atividades operacionais da Empresa. Tendo sido, portanto, uma péssima experiência, que resultou no fechamento das duas lojas e grande comprometimento da matriz, quase vindo a decretar concordata. Na ocasião os financiamentos bancários foram fundamentais para sua sobrevivência.

Desta forma, conclui-se que a Empresa B possui regular situação econômico-financeira, com tendência estável. A estrutura de capitais demonstra dependência constante de capitais de terceiros e relativa exposição ao risco na forma como financia suas atividades. Necessita de maior controle de suas operações através de planejamento e análise de seus investimentos e formas de financiamento. A Empresa não planejou no passado, colocando em risco sua sobrevivência, e, embora tenha

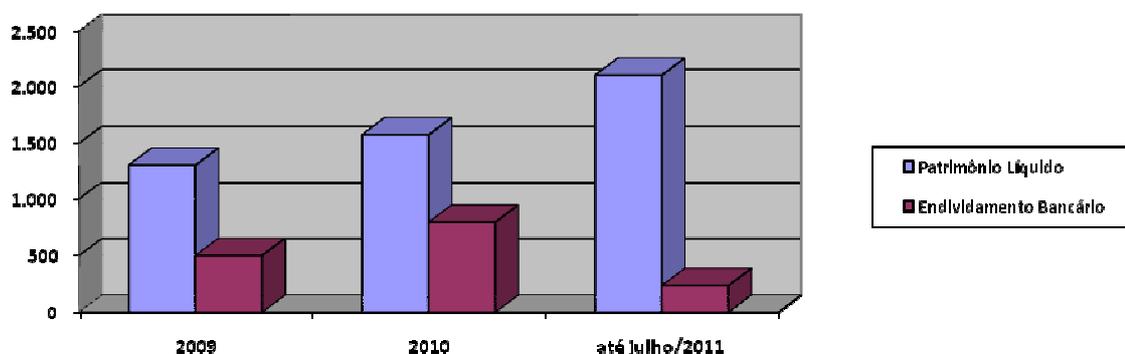
melhorado, ainda não trabalha com orçamento e visão de longo prazo. Esses fatores, conforme evidenciado por diversos autores pesquisados, podem colocar em risco o crescimento da Empresa.

### 4.3 A Empresa C

Ramo de Atividade	Têxtil
Tempo de Existência	4 anos
Número de Empregados	34
Forma de Tributação	Lucro Presumido
Forma Grupo Empresarial	Não
Atuação no Mercado Internacional	Sim
Existência de Restrições	Não
Empresa Familiar	Não

**Quadro 3** – Dados Cadastrais Empresa C

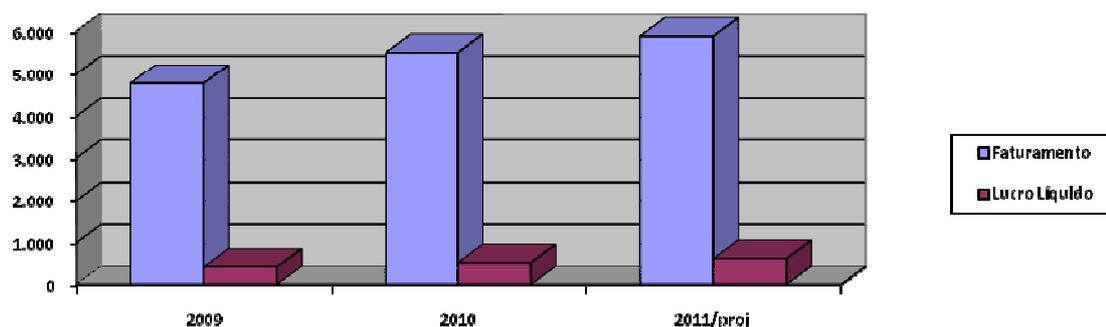
A empresa denominada pela letra C apresenta estrutura de capitais, com baixa participação de capitais de terceiro. Os lucros obtidos vêm sendo reinvestidos o que permite redução do endividamento. Pode-se afirmar que a Empresa apresenta pouca dependência de capitais de terceiros, principalmente bancos, para manter suas atividades. Conforme pode ser visto no gráfico abaixo, seu patrimônio líquido vem aumentando, o que permite a diminuição constante dos empréstimos bancários.



**Tabela 5** – Patrimônio Líquido x Endividamento Bancário Empresa C

Atualmente, a Empresa opera com dois bancos e seu endividamento total é de R\$ 236 mil, referente operações com o cartão BNDES, com prazo de 4 anos. A Empresa, no início das atividades utilizou recursos bancários de modo divergente do convencional, ou seja, aplicando recursos de capital de giro, com prazos menores e custos elevados, em operações de investimento. Esse fato decorreu da falta de limites nos bancos, já que estava iniciando suas atividades e não tinha tradição no mercado, nem recursos próprios compatíveis com as necessidades. Porém, mesmo nessa situação, operava com risco calculado, controle de custos e foco no retorno do investimento. Além de zelar pelo cumprimento de todas as obrigações na data do vencimento.

Conforme pode ser visto no gráfico abaixo, em 2010, a Empresa C faturou R\$ 5.509 mil, o que representou um crescimento de 15% em relação a 2009. Para este ano, prevê aumento de 7% em relação a 2010. Em 2010, obteve 9% de rentabilidade em suas operações e, em 2011, vem operando com 12%. Essa melhora deve-se, principalmente, ao controle efetivo dos custos.



**Tabela 6** – Faturamento x Lucro Líquido Empresa C

Junto aos fornecedores recebe 45 dias de prazo para pagamento da matéria-prima e concede, em média, 60 dias aos seus clientes. Considerando, ainda, o prazo de permanência de estoques, necessita de recursos para financiamento de suas atividades operacionais, o que poderia representar risco, porém, essa necessidade é suprida, quase totalmente, por recursos próprios. A Empresa entende como situação ideal efetivar todos os pagamentos à vista, pois isso garante economia de tempo e gestão. Porém, para seu crescimento necessita desses recursos.

Todas as atividades da Empresa têm orçamento, com forte controle dos custos. As decisões de investimento são avaliadas e ponderadas através de um

planejamento. Recentemente, adquiriu dois terrenos para construir a sede própria, cuja construção deverá ser financiada com recursos do BNDES, portanto de longo prazo. Faz avaliação do retorno do investimento de cada projeto, caso os custos envolvidos não se aproximem dos resultados pretendidos no pior cenário, não o executa. Essa forma de decisão vai de encontro ao apregoado por GITMAN, 2000, quando diz que todo o capital investido na empresa deve ser remunerado. Portanto os custos do capital são preponderantes na tomada de decisão. E, ainda por ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2002, as alterações de estrutura de capital beneficiem a empresa se e, somente se, o valor da empresa aumenta.

Recentemente, cogitou a aquisição de uma nova máquina, com novas tecnologias que permitem considerável redução da mão-de-obra. Na análise do investimento, conseguiu financiamento de até 5 anos, através de operação de leasing. No entanto, necessita de 7 anos para ter o retorno esperado. Dessa forma, não concretizou ainda o negócio e busca recursos dentro do prazo necessário para pagamento das parcelas com tranquilidade.

A Empresa não controla ou gerencia o percentual de capital próprio em relação ao capital de terceiros, conforme apregoado pela *Trade-off theory*. No entanto, o gerenciamento de sua estrutura de capitais é feito focando o resultado de cada operação, não importando a fonte do capital, seja terceiros ou próprio, até o ponto em que seu valor seja maximizado, o que é um fator semelhante à teoria citada. Trabalha com o resultado da operação, ou seja, o fluxo de caixa gerado. Ainda que se perceba nítido direcionamento das preferências em utilizar primeiramente os capitais próprios, conforme apregoado pela *Pecking Order theory*.

No passado, a Empresa fez uso considerável de capitais de terceiros, inclusive factoring, com custos elevados. Operou com linhas de desconto de duplicatas, PROGER e capital de giro. Atualmente, como dispõe de limites de crédito em vários bancos, faz pesquisa de taxas e prazos. Todas as operações são cotadas e avaliadas. Em caso de necessidade, para financiamento de suas atividades operacionais utiliza linhas de desconto de duplicatas. Hoje, essas necessidades são supridas integralmente pelos recursos próprios. Já para financiar investimentos, além dos recursos próprios, utiliza o cartão BNDES, para compras de investimento de

pequeno vulto como equipamentos de escritório e computadores, e vislumbra possibilidade de operações de leasing, para financiar máquina importada, e financiamento através de operações de Finame/BNDES para construção da nova sede.

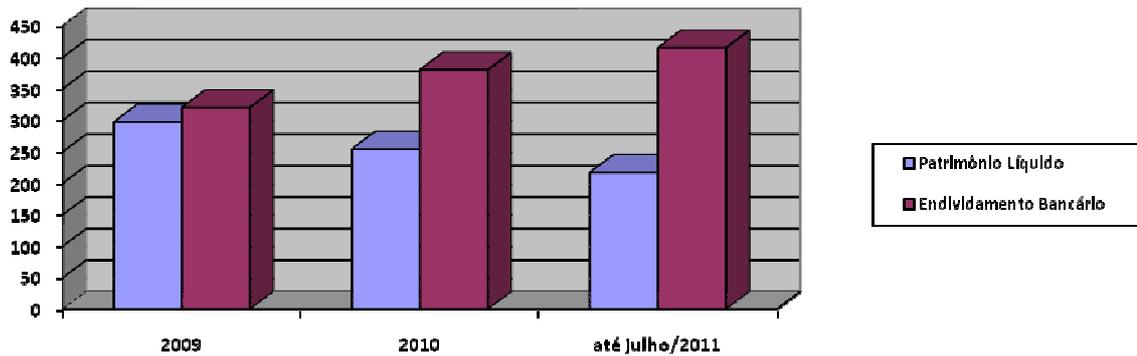
Desta forma, conclui-se que a Empresa C possui boa situação econômico-financeira, com tendência estável. A estrutura de capitais demonstra baixa dependência de capitais de terceiros e, portanto, não se vislumbra risco na forma como é gerenciada. As formas de financiamento são gerenciadas dentro das melhores práticas do mercado de pequenas empresas, com forte avaliação de custos e do fluxo de caixa da Empresa.

#### 4.4 A Empresa D

Ramo de Atividade	Confecção Têxtil
Tempo de Existência	17 anos
Número de Empregados	12
Forma de Tributação	Simplex
Forma Grupo Empresarial	Não
Atuação no Mercado Internacional	Sim
Existência de Restrições	Sim
Empresa Familiar	Sim

**Quadro 4** – Dados Cadastrais Empresa D

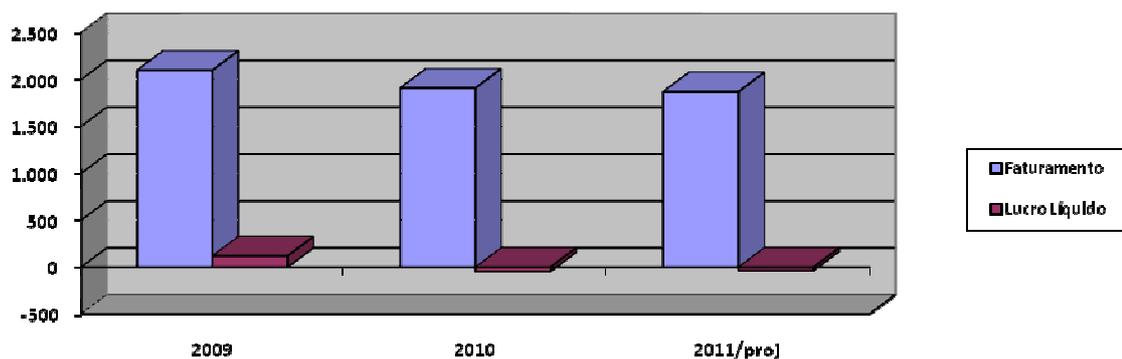
A empresa denominada pela letra D apresenta estrutura de capitais, com elevada participação de capitais de terceiro, superiores ao capital próprio. Os prejuízos gerados nos últimos anos não permitiram o crescimento do patrimônio líquido, que permaneceu estável, elevando a necessidade de financiamentos onerosos. Pode-se afirmar que a Empresa apresenta grande dependência de capitais de terceiros, principalmente junto a bancos e factorings, para manter suas atividades. Conforme pode ser visto no gráfico abaixo, seu patrimônio líquido vem se reduzindo, enquanto seu endividamento tem aumentado sistematicamente, nos últimos anos.



**Tabela 7** – Patimônio Líquido x Endividamento Bancário Empresa D

Atualmente, a Empresa opera com três bancos e uma factoring e seu endividamento total é de R\$ 415 mil, destes somente R\$ 46 mil têm prazo superior a 360 dias, sendo o restante concentrado no curto prazo. A Empresa utiliza recursos bancários de modo divergente do convencional, ou seja, aplicando recursos de capital de giro, com prazos menores e custos elevados, em operações de investimento. Esse fato vem ocorrendo devido à falta de limites nos bancos. Sempre tem dificuldades em honrar os compromissos nos prazos, o que acaba afetando seu risco e reduzindo os limites de crédito. Além disso, a Empresa está inscrita em cadastros restritivos, SERASA e CADIN, o que prejudica ainda mais a sua situação e a levou a operar com factoring, onde os juros são superiores aos praticados pelos bancos.

Conforme pode ser visto no gráfico abaixo, o faturamento da Empresa vem se mantendo estável, com pequena tendência de queda. Em 2010, a Empresa D faturou R\$ 1.910 mil, praticamente o mesmo valor do ano anterior. Para este ano o patamar permanece o mesmo, com risco de queda inclusive. Esse fato deve-se a falta de capital de giro e de recursos para novos investimentos. Ainda que tenha um mercado forte, principalmente na área internacional, onde exporta para mais de 50 países, não consegue atingir um ponto de equilíbrio. Suas margens lucro são consumidas pelas despesas financeiras e pelos custos.



**Tabela 8** – Faturamento x Lucro Líquido Empresa D

Suas vendas são feitas a prazo, com recebimento médio em 25 dias. Como paga os fornecedores à vista, devido ao histórico de inadimplência e protestos, necessita de recursos elevados para financiamento de seu capital de giro. Além disso, não possui capital de giro próprio, dependendo exclusivamente dos recursos dos bancos e factoring, através de recursos de curto prazo. Desta forma, representa elevado risco de insolvência e de não cumprimento de suas obrigações nos vencimentos.

As atividades da Empresa não possuem planejamento e tampouco orçamento. As decisões de financiamento e investimento estão centralizadas na proprietária, que embora tenha elevada experiência de mercado e conhecimento técnico, não tem conhecimento de gestão financeira, não avalia retorno sobre os investimentos, nem tampouco a situação da estrutura de capital. Como as decisões sobre estrutura de capitais são complexas e exigem elevado nível de conhecimento dos gestores financeiros, a Empresa fica prejudicada. Desta forma, não relaciona o capital próprio com o de terceiros, visando maximização dos lucros, conforme apregoa a *Trade-off Theory*, tampouco a *Pecking Order Theory*, a gestão da Empresa é feita diariamente, sem planejamento e dentro das oportunidades surgidas.

Os dirigentes sempre vêm aplicando recursos particulares na Empresa, por isso não há separação entre o capital próprio e o dos sócios. A Empresa sempre fez uso considerável de capitais de terceiros, inclusive factoring, uma vez que não dispõe de limites de crédito em bancos. Desta forma, não consegue fazer pesquisa de taxas e prazos. Assim, a função financeira muito mais para a obtenção de recursos para sua

sobrevivência e para cobrir deficiência de caixa decorrente de decisões já tomadas do que propriamente para um adequado planejamento das origens e aplicações de recursos.

Desta forma, conclui-se que a Empresa C possui situação econômico-financeira ruim, com tendência de agravamento. A estrutura de capitais demonstra grande dependência de capitais de terceiros e, portanto, o risco apresentado é elevado. Assim, tende a não ter muitas alternativas para obtenção do crédito em função das expectativas de inadimplência, bem como da disponibilidade de garantias. As formas de financiamento decorrem do oportunismo e da existência de limites dos bancos, e as práticas de gestão financeira são deficientes e falta conhecimento na área.

A situação da Empresa mostra que embora Modigliani e Muller, 1958 e 1963, afirmem que a decisão de financiamento é irrelevante, na prática é muito importante para a sobrevivência das empresas, principalmente as de pequeno porte. Pois sem capital que atenda suas necessidades o negócio torna-se inviável.

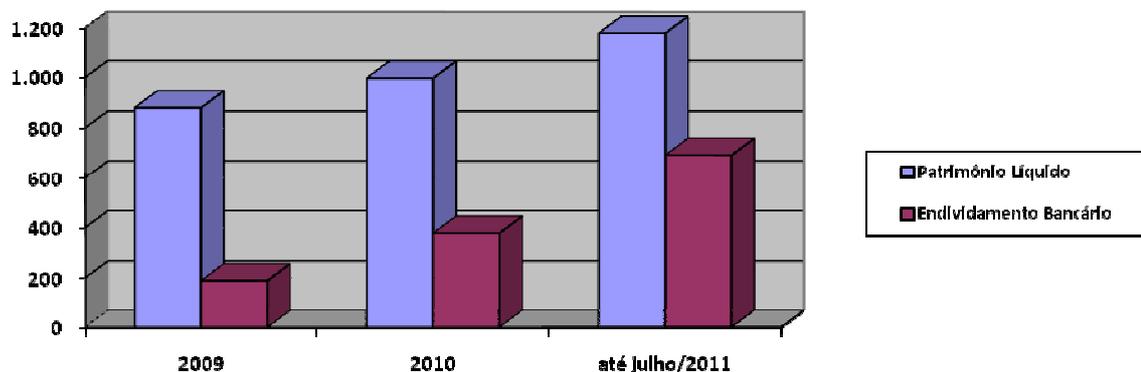
#### 4.5 Empresa E

Ramos de Atividade	Projetos de Engenharia Ambiental
Tempo de Existência	6 anos
Número de Empregados	50
Forma de Tributação	Lucro Presumido
Forma Grupo Empresarial	Sim
Atuação no Mercado Internacional	Não
Existência de Restrições	Não
Empresa Familiar	Não

**Quadro 5** – Dados Cadastrais Empresa E

A empresa denominada pela letra E apresenta estrutura de capitais, com elevação na participação de capitais de terceiros. O patrimônio líquido também vem crescendo com o reinvestimento dos lucros, porém, em menor proporção. Nota-se que o crescimento da empresa vem demandando maior dependência dos financiamentos

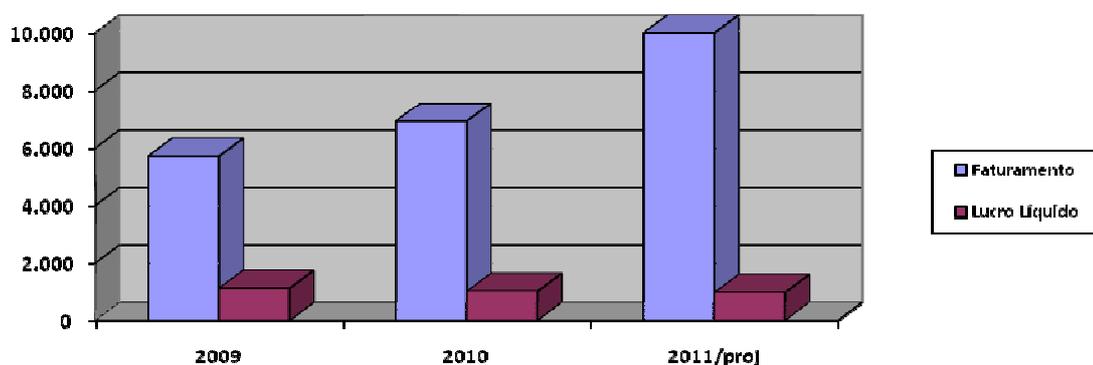
bancários. Esse fato, conforme atribuído por diversos autores, pode, no futuro elevar o risco da Empresa.



**Tabela 9** – Patimônio Líquido x Endividamento Bancário Empresa E

Atualmente, opera com seis bancos e seu endividamento total é de R\$ 690 mil, sendo R\$ 205 com vencimento no longo prazo, referentes a operações com o cartão BNDES, e o restante na modalidade de giro de curto prazo. Essa relativa concentração no curto prazo não é recomendada, haja vista poder comprometer o risco da Empresa.

Conforme pode ser observado abaixo, em 2010, faturou R\$ 13.066 mil, o que representou um crescimento de 13% em relação a 2009. Para este ano, prevê aumento de 20% em relação a 2010. Seu objetivo é operar com margem de lucro de 20%. Em 2010, obteve 11% e, até meados de 2011, com 15%. Seus maiores custos são representados por serviços terceirizados, de intermediação, de criação e de manutenção.



**Tabela 10** – Faturamento x Lucro Líquido Empresa E

Até o momento, tem necessidade caixa para financiar seu ciclo financeiro. Cada projeto tem um tempo de maturação, logo precisa de 45 dias para receber de seus

clientes, enquanto o prazo médio de pagamento de suas obrigações gira em torno de 30 dias. Desta forma, sua necessidade de capital de giro é financiada por recursos próprios e também por empréstimos em bancos. Cada projeto tem seu próprio orçamento, prevendo entradas e saídas, com previsão de recursos necessários.

Atualmente, está fechando um contrato com uma grande mineradora, pelo prazo de 5 anos, o que deverá triplicar seu faturamento. Para tanto, necessitará de recursos dos bancos, tanto para o financiamento do capital de giro como financiamento de novos investimentos que se farão necessários para atender esses projetos. Solicitou revisão dos limites de créditos junto aos bancos e ainda não tem definição de valores, prazos e garantias. Os disponíveis hoje não são suficientes. Não consideram a possibilidade de abertura de capital para investidores. Conforme Souza e Clemente, 1997, as decisões que envolvem capitais são cruciais, pois poderão conduzir a empresa à expansão ou comprometer sua sobrevivência. Portanto, toda decisão de investimento deve ser muito bem estudada e ponderada, visando eliminar ao máximo o risco envolvido. Nesse caso, a falta de limites de crédito e recursos próprios para o projeto poderão comprometer a Empresa.

Pode-se dizer que a Empresa opera parcialmente com a *Static Trade-off Theory*, uma vez que busca a maximização dos lucros, sem se importar com as fontes de financiamento, seja o capital próprio ou o capital de terceiros. No entanto, não fixa uma meta para a estrutura de capitais. Como trabalha com projetos de grande porte, analisa previamente seu fluxo de caixa. O mesmo deverá agregar valor à Empresa.

Não se vislumbra a utilização da *Pecking Order Theory*, já que antes de respeitar a herarquia entre as fontes de financiamento, foca o resultado de cada operação não importando o percentual entre capitais próprios e de terceiros. Não opera com o oportunismo, sempre planeja as atividades e o gerenciamento dos recursos de cada projeto. Em alguns momentos os sócios fizeram aportes de capitais, visando elevar o patamar de negócios da Empresa.

No início das atividades, dependia menos dos recursos bancários do que hoje. À medida que a Empresa cresce, também aumenta a necessidade de recursos, apesar dos lucros obtidos, que são reinvestidos. A Empresa não costuma utilizar

financiamentos bancários por oportunidade ou necessidade, de forma diferente da convencional, direcionando operações de longo prazo para aquisição de bens e de curto prazo para financiamento de operações de capital de giro. Não imobiliza giro, o que evita exposição da Empresa ao risco de falências e concordatas.

Um fator positivo para a empresa, diferente das outras empresas do segmento é que o capital dos sócios não se confunde, de forma alguma, com o capital da Empresa e que o processo de tomada de decisão é sempre feito em forma de comitê, na busca do consenso entre a diretoria.

Desta forma, conclui-se que a Empresa E possui boa situação econômico-financeira, com tendência de crescimento. Sua estrutura de capitais é favorável para o crescimento que vislumbra. A Empresa tende a aumentar a dependência de capitais de terceiros, no entanto essa é a única forma vislumbrada para se manter no mercado.

#### **4.6 Avaliação do Grupo de Análise**

As cinco empresas analisadas, ainda que todas do mesmo porte, apresentam diferenças expressivas na forma como são gerenciadas. É sabido e confirmado através das informações obtidas que a disponibilidade de limites de crédito, o nível das taxas de juros, os prazos e o risco do negócio impactam significativamente a gestão financeira das empresas e em especial as decisões de financiamento e investimento.

Nota-se que, de forma geral, as pequenas empresas analisadas dependem ou dependeram de recursos bancários para o financiamento de suas atividades e de seus investimentos. Além disso, necessitam de recursos bancários para financiar seu crescimento. Logo, as que contam com limites de créditos suficientes têm uma situação mais confortável em relação às demais. Dentro desse aspecto às empresas A, B e C, têm vantagens em relação às empresas D e E.

As decisões por impulso ou disponibilidade são tomadas nitidamente nas empresas B e D, que operam sem planejamento e orçamento de suas atividades. Além disso, a gestão não é profissional, agindo de forma oportunista, conforme os negócios

vão surgindo, o que compromete a saúde financeira das empresas. As demais operam com forte esquema de planejamento, controle do fluxo de caixa e gestão profissional, o que se torna um diferencial competitivo, haja vista os lucros obtidos e a maximização do valor das empresas.

Embora não se possa afirmar que ocorre utilização na íntegra, pelo fato de se tratarem de pequenas empresas, observa-se semelhanças com a *Static Trade-Off Theory* na gestão da estrutura de capitais das empresas C e E, devido à busca pela maximização dos resultados sem se preocupar com as fontes de financiamento. Porém, ambas não operam com uma estrutura meta de capitais. A Empresa A segue uma hierarquia de fontes de preferências, semelhantes às apregoadas pela *Pecking Order Theory*. Porém, como não negocia suas ações no mercado financeiro, não tem problemas com informações assimétricas. Desta forma, na prática, a associação integral dessas teorias nas pequenas empresas é prejudicada.

A utilização das fontes inadequadas de financiamento também é evidenciada nas empresas B e D, que não optam por financiamentos de longo prazo para investimentos e de curto prazo para o capital de giro. Essa prática, conforme visto por vários autores, poderá comprometer a sobrevivências dessas empresas. As demais, atualmente, têm maior cuidado com esse tema e devido a gestão financeira profissional dificilmente cometeram esses erros.

Conforme foi amplamente exposto na revisão bibliográfica, não existe uma ótima estrutura de capitais. No entanto, percebe-se que as empresas de pequeno porte têm elevada necessidade de financiamento bancário para se manterem em atividade e crescer. Dentro desse aspecto, em função do volume de investimentos necessários, a empresa E, embora numa condição boa, poderá ter dificuldades financeiras para alcançar o patamar de crescimento vislumbrado, uma vez que não dispõe de limites de crédito suficiente para tanto.

Um fato que pode ser considerado unanimidade nas empresas estudadas diz respeito à necessidade de financiamento bancários, seja no início das atividades ou para

seu crescimento. O que efetivamente difere as empresas com maior ou menor sucesso é a forma como é feita a gestão financeira.

Portanto não há fórmula que possa calcular o quociente entre capitais de terceiros e capital próprio para todas as empresas. Pode-se ver, no entanto, que as empresas mais lucrativas têm uma eficiente gestão do endividamento. Desta forma, os fatores mais importantes na gestão da estrutura de capitais nas pequenas empresas são:

- a) Impostos: se a empresa possui lucro real, a utilização de capitais de terceiros reduz lucro tributável;
- b) Disponibilidade de Limites de Crédito em bancos: as empresas que possuem essa condição operam com maior tranquilidade na gestão de seu fluxo de caixa e investimentos. Além de conseguirem negociar prazos e taxas com vantagem;
- d) Plano de Negócios: são fundamentais para a organização e controle do fluxo de caixa de cada projeto;
- e) Uso Adequado das Fontes de Financiamento: financiar operações de investimento no longo prazo e operações de giro no curto;
- f) Treinamento do Gestor na Área Financeira: o gestor deve, além do conhecimento técnico do negócio, adquirir conhecimento de finanças;
- g) Não misturar capital próprio com o capital da Empresa;
- h) Evitar, de todas as formas, inscrição em cadastros restritivos como Serasa e Cadin;
- i) Manter a escrita contábil mais próximo da realidade possível;
- j) Manter os cadastros atualizados nos bancos onde opera.

## **5. CONCLUSÃO**

Este estudo buscou verificar a estrutura de capital e as formas de financiamento de pequenas empresas. Fatores como o perfil das empresas, o processo de tomada de decisão, o comportamento dos gestores, associação com a *pecking order theory / static trade off / oportunismo*, utilização adequada das fontes de financiamento e inadimplência foram analisados nas cinco empresas estudadas.

Os resultados encontrados evidenciam que a falta de gestão financeira eficiente compromete a sobrevivência das empresas, principalmente no que diz respeito à estrutura de capitais e as formas de financiamento. As empresas com deficiência de conhecimento técnico em finanças têm risco elevado e grande chance de não cumprirem as obrigações assumidas. Percebe-se que os fatores determinantes da estrutura de capitais, ou seja, a preferência em utilizar capitais próprios ou de terceiros nas empresas estudadas, estão voltadas para os fluxos de caixas futuros, capazes de sustentar o custo do investimento com folga. Ainda que a gestão eficiente da estrutura de capitais seja muito importante para as empresas estudadas, as mesmas não seguem uma teoria integralmente, podendo ser associado alguma prática com a *Static Trade Off Theory* e *Pecking Order Theory*, não integralmente. Esse fato deve-se, principalmente, ao porte.

Uma vez que se observa grande dependência dos bancos para o financiamento das empresas, o direcionamento correto das fontes de recursos é de extrema importância, porém, parcialmente considerado pelas empresas na tomada de decisão. A utilização inadequada dos financiamentos quanto ao prazo pode comprometer a saúde e sobrevivência das empresas. Um aspecto que se evidenciou na prática diz respeito ao fato de que quanto maior a alavancagem, maior o risco apresentado pela empresa, principalmente das que não possuem benefício fiscal com a dívida, tributadas pelo simples ou lucro presumido. Além disso, quanto maior a dívida, maior o risco calculado pelos bancos e, assim, menor os limites, maiores as taxas e menores os prazos. Logo, manter um equilíbrio entre as fontes de financiamento também é um fator importante na gestão da Empresa, visando garantir assistência creditícia com qualidade e menores custos. Desta forma, diferente do apregoado por Modigliani e Muller, a estrutura de capitais afeta o valor da pequena empresa, pois pode comprometer suas fontes de financiamento.

Com base no exposto, pode-se concluir que as empresas mais saudáveis são as que possuem gestão profissional, com utilização adequada das fontes de

financiamento, limites disponíveis em bancos, conhecimento técnico em finanças e semelhanças com práticas de gestão de estrutura de capitais, seja *static trade-off theory* ou *pecking order theory*, fatos que podem ser evidenciados nas empresas A, C e E, nesta última, parcialmente. Já nas empresas B e D não se vislumbra essa situação. Ainda que a empresa B tenha limites disponíveis em bancos, as práticas oportunistas e a deficiência na gestão financeira podem comprometer sua sobrevivência. A empresa D já vem tendo problemas com inadimplência, atrasos nos pagamentos de impostos e fornecedores.

As principais limitações do trabalho dizem respeito ao número da amostra, que pode ser considerado pequeno para a quantidade de empresas de pequeno porte da carteira do Banco do Brasil, e ao fato de entrevistar os clientes e exercer o cargo de gerente geral da agência onde possuem a conta.

Espera-se que novos trabalhos relacionados com o tema estrutura de capitais e formas de financiamento da pequena empresa possam validar e complementar os resultados encontrados neste trabalho. Nesta linha, sugere-se trabalhos que contemplem um maior número de empresas e que as mesmas sejam agrupadas por setor de atividade.

## **BIBLIOGRAFIA**

- ALTMANN, E.I. **A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question.** The Journal of Finance, Berkeley, v.39, n.4, p. 1067-1089, sept. 1984.
- BAXTER, N.D. **Leverage, Risk of Ruin and de Cost of Capital.** The Journal of Finance, Berkeley, v.22, n.3, p.395-403, sept. 1967.
- BRAGA, Roberto. **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira.** 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- BREALEY, R.A.; MIERS, S.C.; MARCUS, A.J. **Fundamentos da Administração Financeira,** 3.ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill, 2002.
- COPELAND, T; WESTON, J.F. **Financial Theory and Corporate Policy.** 3rd Ed. EUA: Addison Wesley, 1992.
- DAHER, C.E. **Testes empíricos de teorias alternativas sobre a determinação da estrutura de capitais das empresas brasileiras.** 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis).
- EIDS Júnior, W. **Custo e Estrutura de Capital: o Comportamento das Empresas Brasileiras.** Revista de Administração de Empresas (ERA), São Paulo, v.36,n.4, p.51-59, out/dez.1996.
- FAMA, E.F. GRAWA, W. Teoria da estrutura de Capital – as discussões persistem – Caderno de Pesquisa em Administração, São Paulo, v.7, n.11, p.27-36, jan./mar.2000.
- GITMAN, Lawrence J.. **Princípios de Administração Financeira.** 2ª Ed. São Paulo: Harbra 2002.
- HARRIS, M; RAVIV, A. **The Theory of Capital Structure.** The Journal of Finance, Berkeley, v.46, n.1, p.297-335, Mar. 1991.
- LEITE, Hélio de Paula. **Introdução a Administração Financeira.** 1ª Ed. São Paulo: Atlas, 1988.
- MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços.** 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- MYERS, S.C.. **The Capital Structure Puzzle.** The Journal of Finance, Berkeley, v.39, n.3, p.575-592, July, 1984.
- MYERS Stewart C; MAJLUF, Nicholas S. **Corporate and Financing and Investment Decision.** Journal of Financial Economics. 1984.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment.** American Economic Review, Pittsburgh, v.48, n.3, p.261-297, July 1958.

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

PEROBELLI, F; FAMÁ, R. D. **Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras.** Revista Administração, v.37, n.3, jul.-set. 2002.

ROS Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira – Corporate Finance.** São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS DOS, CAROLINA MACAGNANI; JUNIOR, TABAJARA PIMENTA; CICCONI, EDUARDO GARBES. **Determinantes da Escolha da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: um Survey.** Revista de Administração, São Paulo, v.44, n.1, p.70-81, jan/fev/mar 2009.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Administração Financeira.** São Paulo: Atlas, 1979.

SILVA, José Pereira. **Gestão e Análise de Risco de Crédito.** 3ª Ed. São Paulo: Atlas 2000.

SOUZA, Alceu; CLEMENTE, Ademir. **Decisões Financeiras e Análise de Investimentos.** São Paulo: Atlas, 1997.

TITMAN, S; WESSELS, R. **The Determinantes of capital scture choice.** Journal of Finance, v.48, n.3, June 1988.

TOY, N.; REMMER, L.; WRIGHT, R.; BEEKHUISEN, T.A. **Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinantes of Corporate Debt Ratios in The Manufacturing Sector.** The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Washington DC, v.9, n.5, p.875-886, Nov.1974.

WARNER, J.B. **Banckruptcy Costs: Some Evidence.** The Journal of Finance, Berkeley, v.32, n.2, p.337-347, May 1977.

## **ROTEIRO DE ENTREVISTA**

### **5.1 Aspectos Gerais da Empresa**

01 – Qual o ramo de atividade da Empresa? Participa de algum grupo empresarial?

02 – Qual o tempo de existência? Como se deu seu desenvolvimento?

03 – Qual a forma de tributação?

04 – Esteve ou está inscrita em algum órgão restritiva como SERASA ou CADIN? Quando? Por qual motivo? Como foi sanada a questão?

## **5.2 Aspectos Financeiros**

01 – Quanto foi o faturamento bruto em 2010? Houve crescimento em relação a 2009? E para 2011, qual a previsão?

02 – Qual a margem de lucro desejada pela empresa e qual a lucratividade esperada para 2011?

03 – Quais são e quanto representam os principais custos e despesas da Empresa?

04 – Como é o ciclo financeiro e operacional da Empresa? Como a Empresa faz para controlar sua necessidade de capital de giro?

## **5.3 O Processo de Tomada de Decisão de Financiamento e Investimento**

01 – Como e quando a Empresa toma suas decisões de investimento? É no orçamento, no decorrer do ano em algum momento específico, ou quando surge oportunidade?

02 – Quem se envolve nas decisões de investimento da Empresa? Com base em que a Empresa define a realização de novos investimentos?

03 – Como as decisões de financiamento são tomadas? Elas são apenas pelo gestor financeiro ou de forma conjunta (por quem) ?

04 – Qual a estrutura de capital e divisão que a Empresa estabelece entre capital próprio e capital de terceiros? Por quê

05 – Há alguma ordem de preferência entre utilizar determinados tipos ou formas de financiamento? Por quê?

06 – A Empresa faz pesquisa de taxas e formas de financiamento em bancos diferentes? Como e quando isso é feito? E outras formas de financiamento que não bancárias?

07 – Em algum momento a Empresa considerou a possibilidade de sócio injetando capital novo na Empresa ou abertura para outros sócios que entram com capital para financiar a Empresa?

08 – Como a Empresa financia a sua necessidade de capital de giro, recursos para cobrir as necessidades de compras e despesas do ciclo de produção?

09 – Como a Empresa financia seus investimentos em expansão e novos projetos, como máquinas, equipamentos e novos mercados, por exemplo?

#### **5.4 O Capital de Terceiros (Bancos)**

01 – Com quantos bancos a Empresa opera? E em quantos possui operações de crédito contratada?

02 – Quanto é o endividamento bancário da Empresa, hoje? Em quais modalidades e prazos?

03 – Em casos especiais, a Empresa utiliza ou já utilizou financiamentos bancários por oportunidade ou necessidade, de forma divergente do convencional, utilizando empréstimos de curto prazo para financiamentos em novos negócios, por exemplo? Como isso ocorreu?

04 – A Empresa pagou algum financiamento bancário com atraso no último ano? Se sim, em quantas oportunidades?

05 – A Empresa tem dificuldades em conseguir limites de crédito nos bancos onde opera ou suas necessidades são plenamente supridas? Se tem dificuldades como a Empresa trabalha isso?

06 - No entendimento da Empresa, qual a principal vantagem em utilizar os recursos de terceiros (bancos)?

07 – E qual a principal desvantagem?

#### **5.5 – O Capital Próprio**

01 – Qual o montante de capital próprio, hoje, investido na Empresa, considerando capital social, reservas e lucros retidos?

02 – Os lucros obtidos são sistematicamente reinvestidos ou distribuídos parcialmente ou totalmente?

03 – Em caso de necessidade, ocorre investimento de capital adicional dos sócios para realizar alguma operação na Empresa? Caso positivo, em qual situação isso acontece mais, para investimento ou para giro?

04 - De que forma é remunerado o capital próprio investido na empresa?