

# Estrutura de Capital e Alavancagem Financeira em Micro e Pequenas Empresas Goianas

Francisco Possidônio Ferreira Filho<sup>1</sup>  
Alethéia Ferreira da Cruz<sup>2</sup>  
Daiana Paula Pimenta<sup>3</sup>  
Moisés Ferreira da Cunha<sup>4</sup>

## Resumo

Este estudo analisa a utilização do capital de terceiros, em 30 micro e pequenas empresas goianas. Especificamente se propõe a diagnosticar a composição da estrutura de capital destas empresas e verificar como elas têm utilizado a alavancagem financeira. Como metodologia realizou-se um estudo descritivo com abordagem quantitativa. Os resultados apontam que os micros e pequenos empresários goianienses acreditam que o adequado balanceamento entre fontes de capital é capaz de agregar para as empresas. A aplicabilidade da teoria do *Pecking Order* também se confirmou, pois os entrevistados responderam preferir a utilização de recursos próprios como fonte de financiamento em detrimento dos recursos onerosos e da inclusão de novos sócios, refletindo nos níveis de endividamento e alavancagem financeira.

## Palavras Chave

Capital de Terceiros; Estrutura de Capital; Alavancagem Financeira.

## 1. Introdução

O Brasil é um país formado essencialmente por micro e pequenas empresas, que representam 97,5% do total de empresas em funcionamento. Este nicho empresarial se apresenta como o maior gerador de emprego e renda em nosso país, sendo responsável por cerca de 50% do total de empregos e 42% dos salários (SEBRAE, 2008).

Apesar da essencial importância deste grupo de empresas para o país, o número de empreendimentos deste nicho que fecham as portas nos primeiros anos de atividade é significativo. Dois dos principais motivos das altas taxas de mortalidade nesse nicho empresarial são: o déficit de recursos e a dificuldade de obtenção do crédito adequado às necessidades da empresa. Entre os treze principais problemas enfrentados por micro e pequenas empresas no Brasil, a falta de crédito bancário foi

apontada como o quinto problema mais relevante (SEBRAE, 2008).

Diante deste cenário o presente estudo concentrou esforços na compreensão da utilização de recursos de terceiros pelas micro e pequenas empresas da cidade de Goiânia, mais especificamente como estas gerem suas estruturas de capital e como elas se utilizam dos recursos externos para alavancar financeiramente seus resultados e agregar valor à sua empresa.

O levantamento de dados junto às empresas pesquisadas objetivou a obtenção de informações como: a estrutura média de capital, endividamento, custo médio de captação de recursos, além dos aspectos mais relevantes envolvidos nesta captação e os principais motivos em se buscar o capital oneroso. De posse dos dados coletados a pesquisa teve por finalidade realizar uma análise fidedigna da realidade possibilitando a proposição de ações que possam contribuir para o desenvolvimento das empresas em questão.

Este estudo está estruturado em 5 seções além desta. Na segunda seção apresenta-se a revisão da literatura. Na terceira, a metodologia da pesquisa. Na quarta seção apresentam-se os resultados da pesquisa e na quinta as considerações finais.

## 2. Referencial Teórico

A estrutura de capital, as fontes de financiamento de uma empresa e a forma com que ela se alavanca financeiramente são de grande importância para a

<sup>1</sup> Especialista (Universidade Federal de Goiás); franciscoadm.ufg@gmail.com

<sup>2</sup> Mestre (Universidade Federal de Goiás); aletheiacruz@yahoo.com.br

<sup>3</sup> Mestre (Universidade Federal de Goiás); daiana-pimenta@hotmail.com

<sup>4</sup> Doutorando –USP, mfccunha@ig.com.br

organização como um todo, tendo em vista que o seu correto planejamento e gestão influenciam fortemente na viabilidade de novos projetos, no crescimento, no desenvolvimento e até mesmo na sobrevivência ou não de uma organização.

No que se refere à classificação do capital em relação à sua procedência, Assaf Neto (2010) define capital próprio como “recursos dos acionistas” e desta forma, a expectativa de retorno destes acaba por configurar-se como a taxa mínima de retorno que a empresa deve buscar na aplicação destes recursos.

Em contraste com o capital próprio, o capital de terceiros é qualquer tipo de fundo obtido pela empresa via empréstimos, crédito junto a fornecedores e outros recursos onerosos que sejam obtidos através de uma entidade alheia a empresa (um terceiro), ou como definido por Assaf Neto (2010, p. 473) “O capital de terceiros é formado pelas diversas dívidas onerosas contraídas pela empresa”.

A utilização de capital de terceiros e custos fixos através da alavancagem é um instrumento da gestão financeira cujos resultados dependem fortemente do momento vivido pela empresa. Conforme Lemes Júnior et al. (2010) enfatiza, em situações de crescimento de receitas e lucros é favorável a existência de custos fixos, entretanto, em momentos desfavoráveis, a existência de custos fixos é prejudicial.

A alavancagem financeira, conforme Assaf Neto (2010) consiste em tomar recursos de terceiros a um determinado custo e investir esses recursos em sua atividade a uma taxa de retorno maior que o custo de captação deste capital, sendo que essa diferença se apresenta como ganho do proprietário. Nesse mesmo sentido Silva (2006, p. 536) define a alavancagem financeira como “o impacto do uso de capitais de terceiros na geração de valor”.

Silva (2006) enfatiza que quanto maior o nível de dívida de uma empresa em relação ao total de seu ativo, maior será sua alavancagem financeira. O endividamento proveniente da alavancagem financeira, apesar do aumento dos riscos relacionados a continuidade da

empresa, pode ser encarado como um ponto forte, desde que a empresa obtenha sucesso na aplicação destes recursos, com retornos maiores que o custo da captação dos mesmos.

Um dos fortes atrativos ao uso da alavancagem financeira é a possibilidade de deduzir os encargos financeiros provenientes de recursos de terceiros da base de cálculo do IR, resultando assim na possibilidade de se captar recursos a um custo menor.

Por outro lado, a maior utilização de recursos de terceiros aumenta o percentual de custos fixos, eleva o nível de endividamento e gera um maior risco financeiro, que se não for bem gerido pode vir a se tornar um risco de falência. Nesse sentido Assaf Neto (2010) chama a atenção dos proprietários e gestores financeiros em relação à pressão de um alto nível de endividamento e alavancagem financeira sobre o fluxo de caixa.

O “adequado” balanceamento entre fontes de capital é uma antiga discussão entre os pesquisadores da área financeira. A estrutura de capital de uma empresa e a forma com que ela é gerida apresenta uma relação imediata com a composição das fontes de financiamento de uma empresa, ou seja, o balanceamento ou o mix entre capital próprio e capital de terceiro, e qual percentual de cada um dentro desta estrutura.

É predominante a idéia de que a estrutura de capital se refere somente às fontes de recursos de longo prazo e, nesse sentido, Lemes Júnior et al. (2010, p. 200) define estrutura de capital como “a combinação de todas as fontes de financiamento de longo prazo, dívida ou capital próprio, utilizadas pela empresa”.

O conceito de estrutura de capital também é, por vezes, confundido com estrutura financeira. Lemes Júnior et al. (2010, p. 201) diferencia estes dois conceitos considerando que a estrutura financeira é mais ampla, englobando todo o passivo do balanço patrimonial, ou seja, recursos de curto e de longo prazo; enquanto que a estrutura de capital inclui apenas os financiamentos de longo prazo. Entretanto existem autores que não limitam o estudo acerca da estrutura de capital a apenas recursos de longo prazo.

Nesta linha de estudo, Brealey e Myers (2003) defendem que a estrutura de capital deve considerar dívidas de curto prazo quando obrigações de curto prazo forem utilizadas no papel tipicamente ocupado pelas obrigações de longo prazo.

Um assunto recorrente nos estudos acerca de estrutura de capital é a existência ou não de uma estrutura de capital ideal, também conhecida por estrutura ótima de capital. Assaf Neto (2010) define esta estrutura ótima de capital como a proporção de recursos próprios e de terceiros a ser mantida por uma empresa que leva à maximização da riqueza de seus acionistas.

Junqueira et al. (2010, p. 24) enfatiza a importância do estudo da estrutura de capital, por não existirem respostas definitivas sobre qual seria a melhor composição entre capitais próprios e de terceiros considerando os diversos tipos de organizações existentes, setores empresariais distintos, e ambientes empresariais peculiares.

Várias são as teorias que analisam a estrutura de capital e seus efeitos dentro das empresas, entre elas estão: a Teoria Convencional, a Teoria da Estrutura de Capital pelo Enfoque do Lucro Operacional, as Teorias de Modigliani e Miller, além das teorias do *Pecking order* e do *Trade off*.

A teoria convencional, descrita por Assaf Neto (2010), defende que através da combinação adequada entre capital próprio e capital de terceiro uma empresa pode definir o nível em que o seu custo de capital total seja um valor mínimo, ou seja, esta empresa poderá atingir a “estrutura ótima de capital”.

A visão da estrutura de capital pelo enfoque do lucro operacional, segundo Assaf Neto (2010), encara o custo de capital de uma empresa (WACC) como uma constante, e desta maneira o WACC não se altera, mesmo que se verifique modificação na composição de sua estrutura de financiamento.

Esta visão é explicada considerando que a economia fiscal gerada pela maior participação de capitais de terceiros seria compensada, de maneira equivalente, pela elevação das taxas de desconto por parte dos acionistas.

A elevação do retorno exigido pelos acionistas aparece como um modo de compensar o maior endividamento da empresa e por consequência seu maior risco financeiro.

Já a teoria de Modigliani e Miller apresenta como seu principal ponto a tese de que a estrutura de capital não afeta o valor da empresa (Brito et al., 2007, p. 10). Esse pensamento tem como base um mercado ideal, onde inexistem: impostos, custos de transação, custos de falência, problemas de agência (agency) e assimetria de informação, considera ainda que exista acesso ilimitado no mercado a um crédito a uma taxa de juros livre de risco.

Famá e Grava (2000) explicam o princípio básico da teoria de Modigliani e Miller como a capacidade de geração de receitas de uma empresa como uma variável dependente de seu conjunto de ativos e um nível de risco correspondente a um custo de capital, independentemente desta maneira das fontes de recursos que financiam seus ativos.

Em contraste com a Teoria de Modigliani e Miller, surge a Teoria do *Trade-off*, que considera a relação existente entre as economias fiscais decorrentes do uso crescente de dívidas e os custos de falência que decorrem do aumento nos níveis de endividamento (NAKAMURA et al. 2007). Pontos que, segundo esta teoria, são os dois fatores básicos que influenciam nas decisões de endividamento, e por consequência na estrutura financeira de uma empresa.

Em um trabalho posterior, Modigliani e Miller reconhecem a vantagem oferecida pela utilização do capital de terceiros através da dedutibilidade no imposto de renda (FAMÁ E GRAVA, 2000). Modigliani e Miller admitem que a alavancagem financeira favorável possibilita o ganho de valor pela empresa. O novo trabalho de Modigliani e Miller considera que o valor de uma empresa alavancada é igual ao valor de uma empresa não alavancada (financiada apenas com recursos próprios) acrescido dos ganhos obtidos através da economia com o Imposto de Renda (ASSAF NETO, 2010). Alguns estudos, como a teoria do *Pecking Order* (ordem de preferência), têm mostrado que em muitos casos as empresas, em função

dos custos e riscos advindos da grande utilização de recursos de terceiros, tem priorizado o capital próprio em detrimento do capital de terceiros em suas estruturas de capital.

Nakamura et al. (2007, p.75), resume o *Pecking Order* como a ordem de preferência dos administradores pelas principais fontes de recursos, obedecendo a seguinte seqüência: recursos gerados internamente, captação de recursos através de novas dívidas e a captação de recursos através do lançamento de novas ações.

Brito et al. (2007, p. 11) destacam a dificuldade de realizar um estudo acerca de estrutura de capital e formas de financiamento de empresas no Brasil em virtude das peculiaridades deste mercado. Entre estas peculiaridades estão: mercado de capitais restrito, concentração do controle acionário das empresas, restrição de fontes de capital de terceiros de longo prazo, além da existência de determinadas linhas de crédito de longo prazo direcionadas a investimentos específicos terem custo financeiro inferior às linhas de curto prazo, cujo risco ao credor é geralmente menor.

### 3. Metodologia

Por meio de uma análise criteriosa dos diferentes tipos de pesquisa, identifica-se como a mais adequada, para o desenvolvimento do presente trabalho, o uso de um estudo descritivo com abordagem quantitativa, elaborado em torno do tema estrutura de capital e alavancagem.

O objeto de estudo são as micro e pequenas empresas localizadas na cidade de Goiânia - GO. O critério de classificação utilizado foi o mesmo adotado para a classificação de empresas no regime simplificado de tributação – SIMPLES e na alocação de recursos do FCO, que classificam as micro e pequenas empresas como aquelas que apresentam faturamento anual igual ou inferior ao valor de R\$ 2.400.000,00.

Foram escolhidas como amostra de estudo 30 empresas de diversos tamanhos, segmentos, faturamentos e ramos de atuação. A seleção da amostra foi não probabilística, na qual foram selecionadas empresas através da

acessibilidade de informações e disponibilidade dos sócios ou gestores das empresas.

Na pesquisa de campo foi utilizada a técnica de entrevista estruturada através de questionários fechados elaborados pelos autores com base nos estudos de Burkowski et al. (2009), e compostos por perguntas de múltipla escolha ou eleição de ordem de prioridade. O questionário foi aplicado aos proprietários (em caso de empresa individual), ao sócio administrador (no caso de sociedade empresarial) ou ao gestor financeiro das empresas.

### 4. Apresentação dos Resultados

A análise do perfil dos entrevistados demonstra que a maior parte das empresas que responderam ao questionário tem faturamento entre 240 mil e 2,4 milhões, é optante pelo regime tributário do SIMPLES e atua no comércio.

A maioria dos entrevistados informou que iniciou seus negócios com 100% de capital próprio e quase a metade dos entrevistados respondeu ter encontrado bastante dificuldade de acesso ao crédito nos 2 primeiros anos. Após este período apenas 25% das empresas encontraram maior facilidade no acesso ao crédito, a maioria dos empresários disse não haver grande diferença.

Os dados colhidos na pesquisa de campo coincidem com os resultados apresentados pelo SEBRAE, apontando a dificuldade de acesso ao crédito como o quinto colocado entre os 13 principais problemas enfrentados pelas MPEs que podem levá-las ao fechamento (VILGA, FARAH, GIULIANI, 2005).

As respostas compiladas na Tabela 1, em que se observa forte preferência pela utilização de recursos gerados internamente, indicam resultados semelhantes aos apresentados por Burkowski et al. (2009) e confirmam a teoria do *Pecking Order*, já que 63% (19 empresas) responderam que têm como opção prioritária no momento de novos aportes de capital, a utilização de recursos gerados internamente.

Também confirmando a teoria do *Pecking Order*, opção mais escolhida como segunda fonte de recursos buscada foram os recursos externos como empréstimos e financiamentos. A alternativa mais assinalada como

última opção foi a inclusão de novos sócios, alternativa equivalente à emissão de novas ações citada na teoria do *Pecking Order*, que é apresentada também como última opção nesta teoria.

**Tabela 1: Fontes de aportes de capitais**

Questionamentos	1ª Opção		2ª Opção		3ª Opção		4ª Opção	
	F.R.	F.A.	F.R.	F.A.	F.R.	F.A.	F.R.	F.A.
Recursos Gerados Internamente	68%		28%		3%		3%	
Recursos Externos de Terceiros	28%	95%	60%	88%	13%	15%	0%	3%
Aumento do Capital Social	3%	98%	13%	100%	83%	98%	3%	5%
Inclusão de novos sócios	3%	100%	0%	100%	3%	100%	95%	100%

Fonte: Elaboração Própria

Em seguida, o questionário buscou averiguar se os empresários entrevistados têm como hábito a quantificação e comparação; abordando os assuntos: comparação dos custos de injeção de recursos próprios e recursos de terceiros e quantificação entre riscos e a possibilidade de retorno.

Os resultados evidenciaram que a maioria das empresas costuma comparar os custos de capital próprio e de terceiros (51%), entretanto 32% dos entrevistados responderam nunca terem pensado ou nunca terem calculado tal relação, número ainda bastante expressivo. Em relação à quantificação dos riscos e possíveis retornos dos investimentos, 100% dos entrevistados responderam que tem o costume de realizar tal análise. Nos dois casos, mesmo que utilizando-se de métodos empíricos, a quantificação e a comparação ocorreram em grande parcela das empresas.

Ao serem questionados sobre qual tipo de capital os empresários mais utilizavam em suas empresas, 56% responderam a opção antecipação de recebíveis, recursos considerados de curtíssimo prazo e que refletem problemas na administração do capital de giro e a dificuldade em adequar os prazos de entrada e saída de recursos, fatos que influenciam negativamente na administração financeira da empresa como um todo.

Já em relação ao custo médio de captação de recursos 70% dos entrevistados disseram conhecê-lo, sendo que 40% afirmaram conhecê-lo exatamente, demonstrando assim alto grau de controle sobre os juros pagos em empréstimos. O intervalo de custo entre 1% e 3% ao mês, foi o mais citado como custo médio.

Entre as empresas entrevistadas, 10% responderam ter um custo médio menor que 1% ao mês, custos que sugerem a utilização de recursos subsidiados pelo governo como linhas de crédito com recursos provenientes do FCO ou do BNDES.

Outros 10% responderam ter um custo de captação entre 3,1% e 5% ao mês, um custo bastante alto e que demonstra a busca por recursos de maneira emergencial e que por isso o custo fica em segundo plano em relação à necessidade de obtenção de recursos. Como aspecto negativo destaca-se o fato de 27% das empresas responderem nunca terem efetuado cálculos de custo médio.

Estes resultados relacionados ao efetivo conhecimento do custo de captação de recursos de terceiros corroboram com os dados referentes à comparação entre custos de capital próprio e de terceiros, já que para que tal comparação seja efetuada é necessário que se tenha conhecimento do custo de capital de terceiros.

Estes números refletem também a consciência dos empresários sobre a necessidade de se conhecer o custo da captação de recursos de terceiros para saber o peso destes em sua estrutura de custos e comparar custos das diversas fontes de recursos.

Quando questionados sobre a avaliação de riscos em relação à utilização do capital externo, os entrevistados responderam aumento dos custos fixos e aumento na pressão sobre o fluxo de caixa como os maiores temores no momento de se realizar a captação de recursos onerosos. Este resultado evidencia a preocupação dos empresários em manterem suas empresas gerando fluxo

de caixa suficiente para honrar os compromissos e dúvidas sobre o retorno dos investimentos realizados.

Em relação aos itens considerados mais relevantes no momento de se captar recursos de terceiros, 87% dos entrevistados consideram a taxa de juros como o aspecto mais importante, seguido de prazo de amortização e valor da parcela a ser paga, conforme ilustrado na Tabela 2. Estes números demonstram coerência com as respostas observadas nos riscos da captação de recursos externos, visto que prazos de amortização muito longos geram maiores temores sobre a capacidade de geração de recursos que façam frente a estas saídas de caixa.

**Tabela 2: Itens mais importantes na captação de recursos de terceiros**

Questionamentos	1ª Opção		2ª Opção		3ª Opção		4ª Opção	
	F.R.	F.A.	F.R.	F.A.	F.R.	F.A.	F.R.	F.A.
Valor da parcela paga	8%		23%		28%		23%	
Prazo de amortização da dívida	5%	13%	25%	48%	25%	53%	3%	25%
Taxa de juros	87%	100%	6%	54%	5%	58%	3%	28%
Prazo de carência	0%	100%	23%	77%	23%	80%	23%	50%
Custos financeiros adicionais	0%	100%	16%	93%	5%	85%	8%	58%
Impostos incidentes	0%	100%	5%	98%	15%	100%	28%	85%
Reciprocidade bancária	0%	100%	3%	100%	0%	100%	15%	100%
	5ª Opção		6ª Opção		7ª Opção			
Valor da parcela paga	3%		15%		3%			
Prazo de amortização da dívida	17%	20%	23%	38%	3%	6%		
Taxa de juros	0%	20%	0%	38%	0%	6%		
Prazo de carência	5%	25%	18%	56%	10%	16%		
Custos financeiros adicionais	45%	70%	20%	76%	5%	21%		
Impostos incidentes	27%	97%	17%	93%	8%	29%		
Reciprocidade bancária	3%	100%	7%	100%	71%	100%		

Fonte: Elaboração Própria

Considerando as dificuldades de acesso ao crédito, os entrevistados apontaram como maiores entraves à captação de recursos: “necessidade de garantias reais (bens móveis, imóveis, etc.)” e “burocracia no processo de acesso ao crédito”, que ficaram empatadas em primeiro lugar, seguidas pela “necessidade de garantias fidejussórias” (aval, fiança, etc). Estes coincidem com os resultados apresentados pelos estudos de Burkowski et al. (2009).

As opções relacionadas à burocracia e a necessidade de garantias estão bastante interligadas, já que algumas

linhas de crédito só são liberadas pelas instituições bancárias após a apresentação de garantias, e para a comprovação do valor ou da veracidade das garantias são necessários uma série de documentos, avaliações e procedimentos que acabam por tornar o processo mais burocratizado e demorado.

Entre os empresários questionados 63% acreditam que a alavancagem financeira é capaz de gerar melhores resultados às suas empresas, conforme exposto na Tabela 3. Entretanto, 37% dos entrevistados acreditam que os recursos financeiros não auxiliam nos resultados

financeiros da empresa e que só são importantes em momentos de dificuldade. O alto percentual de empresários que optaram por esta alternativa demonstra que grande parte das MPEs entrevistadas não utiliza o capital externo para investimentos e sim para o atendimento de emergências financeiras, estando mais preocupados com a sobrevivência do que com a expansão e o desenvolvimento. Quando perguntados sobre a finalidade da última captação de recursos de terceiros, as opções mais indicadas foram aquelas que se referiam à realização de investimentos. Apenas 25% dos entrevistados indicaram as alternativas que sugeriam o uso do capital externo em momentos emergenciais e/ou de deficiência de recursos contrastando assim com os 37% de respostas que indicavam que a utilização de recursos de terceiros é importante apenas em momentos de deficiência de recursos. Destacando a importância do apoio governamental ao desenvolvimento das micro e pequenas empresas, a pesquisa apontou que 50% dos entrevistados já utilizaram recursos do FCO, 38% já utilizaram recursos

provenientes do BNDES, e 20% já utilizaram linhas de crédito da Goiás Fomento e apenas 8% dos entrevistados responderam desconhecer recursos provenientes de apoio governamental ao desenvolvimento. A grande utilização de recursos de longo prazo, especialmente aqueles provenientes de apoio governamental, mostrou um forte reflexo no prazo médio de amortização das dívidas da empresa, visto que 80% dos entrevistados responderam que este prazo se situa entre 13 e 36 meses. Estes prazos, assim como o nível médio de custos de captação de recursos de terceiros coincidem com os resultados obtidos por Burkowski et al. (2009). Os prazos de amortização respondidos demonstram uma contradição com os mais de 50% dos entrevistados que disseram que a principal fonte de recursos externos por eles utilizada era a antecipação de recebíveis, recursos que são de curto prazo, com prazos inferiores que 12 meses. Tais respostas conflituosas só poderiam ser explicadas caso as empresas tenham operações com prazos de amortização tão altos que na média acabem por compensar as operações de curto prazo.

**Tabela 3: Recursos de terceiros na estrutura de capital**

Questionamentos	Frequência Relativa (%)	Frequência Absoluta (%)
<b>Prazo médio de amortização das dívidas</b>		
Crédito Rotativo, reutilizável	10%	
Menor que 12 meses	8%	18%
Entre 13 e 24 meses	50%	68%
Entre 25 e 36 meses	30%	98%
Entre 37 e 48 meses	3%	100%
Superior a 48 meses	0%	100%
<b>Percentual de recursos de terceiros aplicados</b>		
Menor que 1%	8%	
Entre 2% e 20%	53%	60%
Entre 21% e 40%	37%	97%
Entre 41% e 60%	0%	97%
Entre 61% e 80% meses	3%	100%
Superior a 81%	0%	100%
<b>Nível de endividamento</b>		
Menor que 1%	17%	
Entre 2% e 20%	40%	57%
Entre 21% e 40%	30%	87%
Entre 41% e 60%	10%	97%
Entre 61% e 80% meses	3%	100%
Superior a 81%	0%	100%
<b>Percentual de recursos de terceiros aplicados</b>		
Menor que 1%	17%	
Entre 2% e 20%	40%	57%
Entre 21% e 40%	30%	87%
Entre 41% e 60%	10%	97%
Entre 61% e 80% meses	3%	100%
Superior a 81%	0%	100%

Fonte: Elaboração Própria

Os índices de endividamento geral e de alavancagem financeira médios, apurados na maioria das empresas pesquisadas estão, em sua maioria, abaixo de 20%, índice que demonstra a baixa participação de capitais de terceiros na composição da estrutura de capital destas empresas, conforme demonstrado na Tabela 3, resultados que convergem com o estudo realizado por Burkowski et al. (2009).

A pequena participação de recursos de terceiros na estrutura de capital das MPEs pesquisadas está de acordo com as informações obtidas na Tabela 3, que mostram a preferência dos empresários pela utilização de recursos gerados internamente em detrimento da utilização do capital de terceiros.

Os índices de endividamento e alavancagem encontrados podem ser explicados pela grande quantidade de empresas da amostra que é optante pelo regime tributário do SIMPLES ou pelo lucro presumido. Estas opções tributárias têm como base o faturamento e não o lucro, e

deste modo, impedem que as despesas financeiras possam ser abatidas do imposto de renda a ser pago, elevando assim o custo efetivo da utilização de capital de terceiros em relação e diminuindo a atratividade destes recursos.

Na Tabela 4 estão informações de como as empresas obtêm e controlam os índices de endividamento e alavancagem financeira. O resultado demonstra que as empresas chegam a estes valores prioritariamente através do *felling* dos gestores ou em face das necessidades cotidianas da empresa, demonstrando que, estes valores, apesar de serem de conhecimento dos gestores, não são efetivamente utilizados na tomada de decisão e no controle dos custos provenientes de dívidas. Estes resultados evidenciam a fragilidade da gestão financeira nessas empresas, visto que se mostraram dependentes exclusivamente do *felling* do gestor, e estão presas às atividades cotidianas e limitando sua visão aos processos.

**Tabela 4: Estratégia e agregação de valor**

Questionamentos	Frequência Relativa (%)	Frequência Absoluta (%)
<b>Estratégia para definição do grau de endividamento e aplicação de recursos de terceiros</b>		
Pesquisas com outras empresa do mesmo ramo	3%	
Informações de entidades de apoio ao empresário	3%	6%
Informações obtidas via internet	0%	6%
Informações de uma empresa de consultoria	3%	9%
Visão do próprio gestor	68%	77%
Em atendimento a necessidades diárias da empresa	23%	100%
<b>Valor agregado a partir do balanceamento entre fontes de capital</b>		
Acredito que o balanceamento adequado é positivo	55%	
Apenas em casos de investimentos específicos	10%	65%
Somente considerando prazos de retorno do investimento e pagamento da dívida	35%	100%
Não acredito que a estrutura de capital interfira nos resultados	0%	100%

Fonte: Elaboração Própria

Por fim, buscou-se verificar se as empresas consideram que a estrutura de capital adequadamente balanceada é capaz de agregar valor a empresa, para confirmar ou não a visão exposta na teoria de Modigliani e Miller sem

impostos.

Nesse sentido observou-se que todos os entrevistados consideraram que a adequada gestão da estrutura de capital é capaz de agregar valor à sua empresa, mesmo que isso ocorra de maneira condicional, conforme

demonstrado na Tabela 4. Percebe-se então que a maioria destas empresas não usufrui da vantagem da dedução fiscal gerada pela utilização de recursos de terceiros, demonstrando assim uma situação similar àquela observada na teoria de Modigliani e Miller primitiva.

Entretanto 100% dos entrevistados responderam acreditar que o adequado balanceamento entre as fontes de capital próprias e de terceiros são capazes de agregar valor a suas empresas, respostas que se opõem às


conclusões obtidas na clássica teoria de Modigliani e Miller.

Tendo como base as empresas aqui pesquisadas que, predominantemente, responderam ser optantes pelo regime tributário do SIMPLES ou pelo lucro presumido e que, desta maneira, não são beneficiadas pelos efeitos das despesas financeiras no IR, propõem-se alguns passos que devem ser observados para análise prévia a uma captação de recursos externos, conforme exposto no Quadro 1.

**Quadro 1 - Roteiro de análises para MPEs**

Análises	Observações
Planejamento Financeiro	Separação das finanças pessoais e empresariais
	Controlar despesas
	Adaptar entradas e saídas de recursos
	Migrar de recursos emergenciais para recursos de investimentos.
Projeto de Investimento	Dados concretos
	Expectativa de retornos reais
	Adequação do Fluxo de caixa
Riscos	Econômico
	Financeiro
	País
Expectativas de Retorno	Valorização ou depreciação do Ativo
	Fluxo de Caixa
	$K_t = \frac{(P_t - P_{t-1} + C_t)}{P_{t-1}}$
Custos de Capital Próprio	Comparação entre custos e possibilidades de investimento
	$K_e = K_i + \alpha$
Custos de Capital de Terceiros	Empresas enquadradas no SIMPLES e no Lucro presumido devem desconsiderar os efeitos sobre o IR.
	Considerar custos adicionais (impostos, taxas, etc.) e a reciprocidade bancária como custos.
	$K_i = K_{\text{contratual}} + \text{Custos adicionais} + \text{Reciprocidade bancária}$
Endividamento	Perigo de perda de flexibilidade financeira
	Quantificador do risco financeiro
	Endividamento geral = $\frac{\text{Exigível total}}{\text{Ativo total}}$
Ponto de Equilíbrio	Elevação do ponto de equilíbrio devido à adição de custos fixos proveniente do capital de terceiros
	$QT = \frac{CDFT}{MCU}$
Alavancagem Financeira	Ao desconsiderar o IR, torna-se dependente da comparação entre custo de capital e expectativa de retorno
Estrutura de capital	Pautar-se pela Teoria convencional
	Basear-se no padrão de endividamento do setor de atuação

Fonte: Elaboração Própria



As análises aqui propostas são similares às aquelas realizadas por muitos investidores e por isso são importantes, pois evidenciam as preocupações e expectativas dos investidores, e desta forma deixam claro os pontos que os empresários devem se ater para o convencimento dos investidores quanto à viabilidade dos projetos e a capacidade da empresa de arcar com os custos da captação de recursos de terceiros.

### **5. Considerações Finais**

O presente estudo obteve êxito na verificação dos objetivos inicialmente propostos, verificar: a composição da estrutura de capital das MPEs em estudo, a alavancagem financeira, custos, condições e demais aspectos considerados importantes para a captação de recursos, nível de endividamento e riscos e retornos projetados.

A pesquisa mostra que os micro e pequenos empresários goianienses pesquisados acreditam que o adequado balanceamento entre fontes de capital é capaz de agregar valor, negando uma das premissas básicas da “Teoria de Modigliani e Miller”. E que, dentre as teorias sobre estrutura de capital apresentadas, a que se mostrou mais adequada à realidade das MPEs estudadas foi a “Teoria Convencional”.

A aplicabilidade da teoria do *Pecking Order* também se confirmou, pois os entrevistados responderam preferir a utilização de recursos próprios como fonte de financiamento em detrimento dos recursos onerosos e da inclusão de novos sócios, refletindo nos níveis de endividamento e alavancagem financeira.

Esta pesquisa também mostrou que apesar dos entraves ao crédito, um grande número de empresas respondeu ter buscado recentemente recursos com fins de investimento. Demonstrando ainda a mudança em curso um grande número de empresários que responderam já terem utilizado de crédito proveniente de apoio e/ou subsídio governamental ao desenvolvimento como os recursos do FCO, do BNDES e da Goiás Fomento, evidenciando a importância destas iniciativas governamentais para a sobrevivência e o desenvolvimento destas empresas.

Acredita-se que os dados constantes nesta pesquisa podem servir de indicativo da realidade vivida pela população de empresas, além de servir como norte e incentivo para outras pesquisas que possam ser abrangentes e profundas o suficiente para se obter conclusões passíveis de generalização para toda a população.

## Referências Bibliográficas

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 3. Ed – São Paulo: Atlas, 2010.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart. **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Risco**. São Paulo: Bookman, 2003.

BRITO, G. A. S; CORRAR, L. J.; BATISTELLA F. D. **Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil**. Revista Contabilidade e Finanças – USP – São Paulo, n. 43, p. 9-19, Jan./Abr. 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v18n43/a02v1843.pdf>> acesso em: 25. Jun. 2011.

BURKOWSKI, E.; PEROBELLI, F. F.; ZANINI, A. **Identificação de preferências e atributos relacionados à estrutura de capital em pequenas empresas**. RAE, v. 8, n. 1, art. 2, jan./jun. 2009.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. **Teoria da estrutura de capital – As discussões persistem**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 1, n. 11, 1º trim./ 2000. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/C11-ART04.pdf>>. Acesso em: 25. Jun. 2011.

FRANCO, H. **Contabilidade Geral**. 23. Ed. – São Paulo: Atlas, 1996.

JUNQUEIRA, L. R.; OLIVEIRA, J. L. de; BRESSAN, A. A.; BERTUCCI, L. A. **Alavancagem financeira como estratégia de financiamento do processo de crescimento de empresas brasileiras de capital aberto no período 1995-2002**. E & G – Revista Economia e Gestão – v. 10, n. 23, mai/ago. 2010.

LEMES JÚNIOR, A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras**. 2. Ed. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

NAKAMURA, W. T; et al. **Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003**. Revista de Contabilidade e Finanças – USP, n. 44, p. 72 - 85, Mai./Ago 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v18n44/a07v1844.pdf>> acesso em: 25. Jun. 2011., 2007.

SEBRAE; DIEESE. **Anuário do trabalho na micro e pequena empresa: 2008**. Brasília: Dieese, 2008.

SILVA, J. P. da. **Análise Financeira das Empresas**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

VILGA, V. F.; FARAH, O. E.; GIULIANI, A. C. **Pequenas empresas: a má administração e a alta taxa de mortalidade** In: EGEPE – Encontro de Estudos sobre Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas. 4. 2005, Curitiba, Anais, p.1371-1383.