

ESTRUTURA DE CAPITAL EM EMPRESAS AGROINDUSTRIAIS

Letícia de Oliveira

Mestranda em Administração pela Universidade Federal de Lavras (PPGAD/DAE/UFLA). Bacharel em Administração pela Universidade Federal de Lavras (UFLA). Email: oliveira.l@navinet.com.br

RESUMO

O trabalho discute a política gerencial da estrutura de capital em empresas que atuam no setor agroindustrial do estado de Minas Gerais. A estrutura de capital apresenta-se como de grande importância, envolvendo investimentos e financiamentos (capital de terceiros e capital próprio). Portanto, na economia brasileira, as pequenas, médias e grandes empresas utilizam investimentos que são representados pelas variações do ativo operacional. Essas variações no tempo são acompanhadas pelas escolhas das fontes de financiamento. Com as variações do ativo operacional e dos financiamentos, as empresas criam valor, isto é, o capital investido de terceiros e o próprio devem ser remunerados por meio de taxas de rentabilidade. A opção metodológica foi de uma pesquisa qualitativa e quantitativa, incluindo variáveis nominais para conhecer a percepção dos empresários sobre a constituição de capital próprio e de terceiros, em função de suas operações de investimentos e financiamento. Os resultados indicam que as empresas estão preferindo trabalhar com capital próprio em relação ao capital de terceiros, pois consideram que o custo de capital dos empréstimos existente no mercado esteja alto. As decisões financeiras estão mais relacionadas às oportunidades de investimento do que com a combinação ótima de capital dos proprietários ou capital de terceiros.

ABSTRACT

The paper discusses the managerial politics of the capital structure in companies that act in the section agribusiness of the state of Minas Gerais. The capital structure comes as of great importance, involving investments and financings (capital of third and own capital). Therefore, in the Brazilian economy, the small ones, averages and great companies use investments that are represented by the variations of the operational assets. Those variations in the time they are accompanied by the choices of the financing sources. With the variations of the operational assets and of the financings, the companies create value, that is, the invested capital of third and the own should be paid through profitability rates. The methodological option was of a qualitative and quantitative research, including nominal variables to know the entrepreneurs' perception about the constitution of own capital and of third, in function of your operations of investments and financing. The results indicate that the companies are preferring to work with own capital in relation to the capital of third, because they consider that the cost of capital of the existent loans in the market is loud. The financial decisions are more related to the investment opportunities than with the great combination of the proprietors' capital or capital of third.

1. INTRODUÇÃO

Na economia brasileira, para funcionar, as pequenas, médias e grandes empresas utilizam investimentos que são representados pelo ativo operacional. As variações do ativo operacional no tempo são acompanhadas pelas variações das fontes de financiamento. Nesse sentido, os empresários somam os capitais que podem, estabelecem negócios agrícolas, industriais e comerciais e lutam interna e externamente para que as empresas possam ser eficientes e competitivas.

Com as variações do ativo operacional e dos financiamentos, as empresas criam valor visando lucro, isto é, o capital investido de terceiros e o próprio devem ser remunerados por meio de taxas de rentabilidade aceitáveis. Assim, aumenta as chances das empresas se fortalecerem, transformando-se em agentes econômicos, mas enfrentam a incerteza da política econômico-financeira governamental.

A decisão de financiamento envolve três fontes de recursos: o autofinanciamento, o capital de terceiros e o capital próprio. O risco e o custo de capital das fontes de recursos podem determinar a maneira como as empresas estruturam seu capital. O dilema está em definir a que fonte de financiamento recorrer. Para tanto, o critério deve ser o de escolher uma combinação de fontes que maximize os lucros da empresa. Ainda, poder-se-ia dizer, em termos gerais, que deve-se escolher aquela combinação de fontes que proporciona a maior quantidade de recursos ao custo mais baixo possível. Esta combinação de fontes constitui a estrutura de capital da empresa, que reflete as decisões de funcionamento das empresas.

Uma estrutura de capital para a empresa, do ponto de vista da maximização das taxas de crescimento econômico, confronta os modelos do sistema financeiro, baseado em crédito e em mercado e relaciona-se com os fatores identificados na literatura financeira que determinam as decisões das empresas.

O presente trabalho procura identificar a política gerencial da estrutura de capital, nas empresas que atuam no setor agroindustrial do estado de Minas Gerais, envolvendo os investimentos e financiamentos das operações financeiras.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O termo estrutura de capital é um campo das finanças empresariais que diz respeito à composição dos recursos pelos quais uma empresa financia suas atividades ou, mais especificamente, ao modo pelo qual a empresa pondera o lado direito do seu balanço. Em termos simples, as fontes de financiamento são as dívidas, de curto e longo prazo e o capital próprio.

A evolução do estudo de estrutura de capital pode ser dividida em três grandes fases, todas refletindo a abordagem dada, a época, o estudo de risco e seu efeito sobre o custo de capital. Na primeira fase, que vai do início do estudo de finanças até a década de 1950, a noção intuitiva da existência de risco não era acompanhada de um instrumental analítico

adequado para tratá-lo. Embora empresas consideradas de maior risco, por sua atividade ou baixa capitalização, tivessem acesso a créditos mais caros (maiores taxas de juros), a quantificação desse efeito era bastante limitada, seja pela falta de uma estrutura teórica que permitisse estabelecer uma relação efetiva entre risco e custo de capital, seja pela própria dificuldade em processar uma grande quantidade de informações, dadas as limitações tecnológicas da época.

A segunda fase, que viu seu início no estudo clássico de Markowitz (1952), teve, especificamente para o estudo de estrutura de capital, seu grande marco em Modigliani e Miller (1958), quando a incerteza passou a ser considerada. Essa fase, cujos estudos se prolongam até hoje, poderia ser chamada de fase da incerteza dos fatos. Isso porque, na década de 1970, Jensen e Meckling (1976) introduziram em finanças o tema do conflito de agência, enquanto Ross (1977) trazia o tema da informação contida na política de dividendos. Seguido por estudos que consideraram o tema da assimetria de informação, o estudo de Jensen e Meckling abriu caminho para se questionar não meramente a incerteza dos eventos relativos às empresas, mas sobre a forma como os agentes se comportam e a informação disponível ao investidor. Também produziu efeitos sobre a forma como se considerava a estrutura de capital das empresas. A introdução desse conceito não diminuiu o interesse na evolução dos estudos iniciados na fase anterior.

Conforme Brealy e Myers (1992), a teoria tradicional busca a maximização do valor da empresa pela minimização do seu custo médio ponderado de capital (CMPC), ou seja, a média dos custos das diferentes fontes de recursos ponderada pela proporção de cada fonte na estrutura de capital. O ponto ótimo na estrutura de capital é aquele onde o custo médio ponderado de capital da empresa é minimizado. Na abordagem tradicional, as decisões de financiamento influenciam a determinação do valor da empresa.

A estrutura de capital é alcançada em função do fato de que, até um determinado limite, o endividamento propiciaria ganho de valor para as empresas e, após este limite, a situação se inverteria.

Similar à teoria tradicional, tem-se o *static trade-off* citado por Myers e Majluf (1984), no qual o ponto ótimo da estrutura de capital é aquele no qual a empresa equilibra os benefícios fiscais da dívida e o aumento do risco financeiro.

A contribuição maior da teoria tradicional foi à estrutura ótima de capital. Esta estrutura ótima é conseguida por meio de uma combinação entre a utilização de capital de terceiros e capital de próprio, com um custo mínimo e quando os recursos de terceiros são mais baratos em função do risco menor que estes oferecem, por terem remuneração fixa, os juros, que devem ser pagos independentemente dos resultados da empresa. Por isso, sua utilização diminui o custo médio ponderado de capital da empresa e, portanto, aumenta o seu valor, ou seja, a abordagem sobre estrutura ótima de capital existe para uma estrutura de capital que maximiza o valor da firma.

DeAngelo e Marsulisi (1980) desenvolveram um modelo de estrutura ótima de capitais que incorpora o impacto dos

impostos sobre os rendimentos das empresas e, ainda, as vantagens fiscais não resultantes do endividamento (“*non debt tax shields*”). Estes autores argumentam, particularmente, que as vantagens fiscais, em face das amortizações e dos créditos de imposto, são substitutas dos benefícios fiscais do financiamento com capital de terceiros, pelo que determinam negativamente o nível de endividamento das empresas.

Em suma, a teoria tradicional prega que as empresas procurarão sempre uma estrutura de capital “ótima”, que minimize ao mesmo tempo os seus custos e riscos. Quanto maiores as vantagens de custo associadas ao nível corrente das taxas de juros e dos impostos, maior a tendência ao uso de endividamento, ocorrendo o inverso quanto maior o risco de falência. O resultado será uma relação endividamento/emissão ótima para a firma.

Após 1958, com a publicação dos trabalhos de Modigliani e Miller, deu-se início à chamada teoria moderna sobre estrutura de capital. Esta veio contestar as idéias da teoria chamada tradicional, que dizia haver uma combinação ótima de dívidas e capital próprio que maximizaria o valor da empresa. Muitos estudos, discussões e controvérsias têm surgido nos últimos anos e o tema ainda não possui um paradigma definido, ou seja, não há ainda consenso.

A formulação explícita da estrutura de capital, por meio de uma política de endividamento, como foi dito, se desenvolveu com base no estudo de Modigliani e Miller (1958) intitulado “*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*”, que se tornou a referência moderna na teoria das finanças. O que havia era um consenso que acabou por explicitar-se a partir da reação dos chamados tradicionalistas ao trabalho de Modigliani e Miller.

Em seu trabalho, Modigliani e Miller (1958), baseados nos pressupostos do mercado perfeito e sem impostos, afirmaram que a estrutura de capital é irrelevante para determinar o valor de mercado da empresa. Uma firma alavancada tem o mesmo valor de mercado de uma firma não alavancada.

Assim, Modigliani e Miller (1958) elaboraram três proposições, a partir das quais eles advogaram sobre a irrelevância da estrutura de capital sobre o valor da empresa. Negaram, portanto, a afirmação tradicionalista da existência de um ponto (ou intervalo) ótimo na estrutura de capital, no qual o valor da empresa é maximizado.

A decisão de investimento é mais importante do que a decisão de financiamento na criação de valor para a empresa. A geração de riqueza depende principalmente da decisão sobre a atividade operacional. Portanto, a decisão de investimento não pode mudar em função do tipo de financiamento escolhido e, sim, o contrário. Assim, não existe separação entre as decisões de investimento e financiamento.

Couto (1995) destaca que a decisão de financiamento objetiva primordialmente encontrar a estrutura de capital que maximiza o valor da empresa, dados os ativos da empresa e o plano de investimento. Logo, se a empresa tem duas fontes de financiamento, a saber, dívida e capital próprio, tentará encontrar a proporção de dívida que torne o valor de mercado da empresa tão grande quanto possível. Mas, a empresa recorre a

recursos externos quando sua necessidade de caixa supera os fundos gerados internamente, ocorrendo principalmente em períodos de intensa atividade na economia como um todo.

Em 1963, Modigliani e Miller publicaram o artigo “*Corporate income taxes and the cost of capital*” no qual fizeram uma correção das proposições feitas no artigo anterior, confirmando sua teoria de que a estrutura não afeta o valor da empresa, mas que esse valor pode ser afetado pelas imperfeições do mercado, tais como o imposto de renda. Assim sendo, eles chegaram à conclusão de que o imposto de renda pago pela empresa influi na sua estrutura de capital, uma vez que oferece benefícios fiscais à utilização do endividamento. Desse modo, a estrutura de capital da empresa não pode ser considerada irrelevante quando se considera o benefício fiscal do endividamento. O valor de mercado da empresa passou a ser definido como o valor atual líquido do fluxo de rendimentos, adicionado do valor atual líquido dos benefícios fiscais do endividamento. No artigo anterior (1958), eles já haviam reconhecido que os impostos ofereciam uma pequena vantagem para as dívidas, mas consideraram-nas irrelevantes.

Ao assumir que a estrutura de capital não é mais irrelevante para o valor da empresa, os autores tornaram-se quantitativamente mais próximos dos tradicionais; contudo, a interpretação das duas correntes permanece distante. Para Modigliani e Miller, o efeito da alavancagem sobre a rentabilidade esperada ou custo de capital é só um problema de dedutibilidade dos juros. Para os tradicionais, a alavancagem diminui o custo de capital, independentemente do método de taxação dos lucros da empresa.

O principal benefício que o endividamento proporciona para as empresas é a economia fiscal decorrente da dedutibilidade das despesas de juros no cálculo do lucro tributável. Ele equivale ao valor presente das economias fiscais proporcionadas pelos pagamentos de juros futuros, tomando-se o fluxo de pagamento futuro de juros como uma perpetuidade, considerando-se que a taxa de desconto aplicável a estes fluxos é o próprio custo das dívidas, ou seja, a taxa de juros e pressupondo-se que as alíquotas marginais de impostos não se alterem ao longo do tempo.

De acordo com Sirihal e Melo (1999), o valor de mercado de uma empresa com dívidas equivale ao valor de mercado de uma empresa sem dívidas, acrescido do benefício fiscal do endividamento. Só que este benefício fiscal não é apenas a alíquota dos impostos aplicada ao valor de mercado das dívidas. Há um redutor em função do menor aproveitamento da dedutibilidade fiscal da correção monetária de balanço sobre o patrimônio líquido contábil, reduzido em função das dívidas.

Como teoria complementar ao *static trade-off*, Myers (1984) desenvolveu o *pecking order*, no qual não existe uma ligação entre o valor da empresa e a estrutura de capital utilizada pela mesma, nem um ponto ótimo para a estrutura de capital. A preferência da empresa por um ou outro meio de financiamento deve-se ao risco que o título sinaliza ao mercado no momento da emissão. Segundo Myers e Majluf (1984), o risco está relacionado com a assimetria informacional existente entre gestor e investidores. Os investidores, uma vez cientes da

disparidade de informações, tendem a exigir um deságio sobre as novas emissões de títulos por parte da empresa. Segundo o *pecking order*, as empresas preferem inicialmente o autofinanciamento. Se não for suficiente, a companhia deverá recorrer ao endividamento.

A abordagem do *pecking order* procura explicar o comportamento financeiro das empresas de uma maneira distinta da que vinha sendo tratada pelos teóricos de finanças, ou seja, desviando-se da discussão sobre a existência ou não de um ponto ótimo que maximiza o valor da empresa e que é estabelecida como estrutura de capital alvo.

O termo *pecking order* refere-se às empresas que procuram financiar seus novos investimentos dando prioridade aos recursos internamente gerados e, uma vez esgotados, aderem ao uso de instrumentos de financiamento externo, segundo uma ordem determinada pelo risco inerente a cada um deles. O modelo advoga que as empresas estarão preocupadas não em manter uma dada estrutura de capital fixa, mas sim em evitar que, num mundo de assimetria informal, os mecanismos de sinalização, decorrentes do uso dos diversos títulos, tornem racional a rejeição de projetos economicamente viáveis e que, portanto, aumentariam o valor da empresa (Simões Pereira, 1995).

Myers e Majluf (1984) procuram discutir alguns comportamentos conhecidos sobre as práticas de financiamento de empresas e discute a sua validade à vista da hipótese do *pecking order*. A discussão é com respeito à preferência das empresas por financiamento externo ou interno. O autor afirma que a maioria dos investimentos agregados é financiada por meio de emissão de dívidas ou fundos gerados internamente; o que parece confirmar o *pecking order*.

Myers e Majluf (1984) acrescentam também que é possível identificar outras categorias de fatores determinantes da estrutura de capital, de acordo com *pecking order*:

- a preferência pela utilização inicial de recursos internos no financiamento de novos investimentos;
- a rigidez na política de dividendos, decorrente da necessidade de financiar os novos investimentos por meio de recursos internos;
- a preferência pela utilização de endividamento de baixo risco – quando do esgotamento dos recursos internos, em relação à emissão de novas ações.

A primeira hipótese do *pecking order* é a de que o autofinanciamento é a fonte preferida pelas empresas: isso significa que, havendo recursos disponíveis provenientes das operações da empresa, eles serão preferencialmente realocados para o financiamento da empresa e que outros tipos de fundos só serão utilizados se o autofinanciamento não for suficiente. Além disso, as políticas de dividendos não podem ter um índice de distribuição elevado, porque isto significaria que a empresa está abrindo mão da utilização de recursos próprios internos.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995), as decisões típicas de financiamento incluem: quanto se deve obter de recursos

de terceiros e próprios, que tipo de títulos de dívida e ações devem ser emitidos e quando vendê-los.

3. METODOLOGIA

Roesch (1996) argumenta que a pesquisa qualitativa e seus métodos de coleta (entrevista, observação) e análise de dados são apropriados para uma fase exploratória da pesquisa.

Dentre os diversos tipos de pesquisa qualitativa, quando um problema é pouco conhecido, ou seja, quando as hipóteses ainda não foram claramente definidas, está-se diante de uma pesquisa exploratória. Seu objetivo consiste numa caracterização inicial do problema, de sua classificação e de sua reta definição. A característica da pesquisa exploratória é a flexibilidade e versatilidade com os métodos (LAKATOS e MARCONI, 1991).

Neste contexto é que se insere a presente proposta de pesquisa, buscando investigar a situação em que se encontra a estrutura de capital em empresas que atuam no setor agroindustrial do estado de Minas Gerais.

Na amostragem não-probabilista intencional, o pesquisador está interessado na opinião (ação, intenção, etc.) de determinados elementos da população, mas não representativos da mesma. O pesquisador não se dirige, portanto, à “massa”, isto é, a elementos representativos da população em geral, mas àqueles que, segundo seu entender, pela função desempenhada, cargo ocupado, prestígio social, exercem as funções de líderes de opinião na comunidade. Pressupõe que estas pessoas, por palavras, atos ou atuações, têm a propriedade de influenciar a opinião dos demais.

Combinar técnicas quantitativas e qualitativas torna uma pesquisa mais forte e reduz os problemas de adoção exclusiva de um desses grupos; por outro lado, a omissão no emprego de métodos qualitativos, num estudo em que se faz possível e útil empregá-los, empobrece a visão do pesquisador quanto ao contexto em que ocorre o fenômeno.

No procedimento de coleta de dados, foram realizadas entrevistas com questionários mistos. A entrevista consiste no diálogo com o objetivo de colher, de determinada fonte, pessoa ou informante, dados relevantes para a pesquisa em andamento. Portanto, não só os quesitos da pesquisa devem ser muito bem elaborados, mas também o informante deve ser criteriosamente selecionado (RUIZ, 1991).

Neste trabalho, utilizou-se a amostragem não-probabilística que, de acordo com Martins (1994), é uma amostragem em que há uma escolha deliberada dos elementos da amostra.

A composição da amostra resultou do seguinte procedimento: inicialmente considerou-se uma amostragem probabilística. Para tanto, escolheu-se uma amostra de 120 empresas do cadastro industrial da Federação das Indústrias do Estado de Minas Gerais (FIEMG) do ano de 1999 das cidades de Varginha, Poços de Caldas, Juiz de Fora e Belo Horizonte. A maioria dessas empresas não aceitou ser entrevistada, por isso, optou-se pela pesquisa não-probabilística intencional. Sendo assim, 33 empresas agroindustriais des-

As cidades aceitaram ser selecionadas e incluídas na amostra, independente da sua constituição jurídica, do tipo de administração, controle administrativo, faturamento e patrimônio líquido.

Essas 33 empresas foram classificadas assim: pequenas empresas: 17; médias empresas: 13 e grandes empresas: 3. Esta classificação foi feita com base no faturamento e no patrimônio líquido, ou seja, pequenas empresas de menos de 100 mil a mais de 500 mil reais, médias empresas de menos de 1 milhão a mais de 60 milhões de reais e as grandes empresas de menos de 500 milhões a mais de 1 bilhão de reais.

Para a coleta de dados foi utilizado questionário misto, aplicado em todas as empresas, tendo como respondentes os responsáveis pelo setor financeiro (gerentes, diretores).

Para a tabulação e análise dos dados, utilizou-se o software *Statistic Package for the Social Science (SPSS)* for Windows 8.0, obtendo-se as frequências simples das respostas, realizando-se os cruzamentos entre as variáveis e análise discriminante.

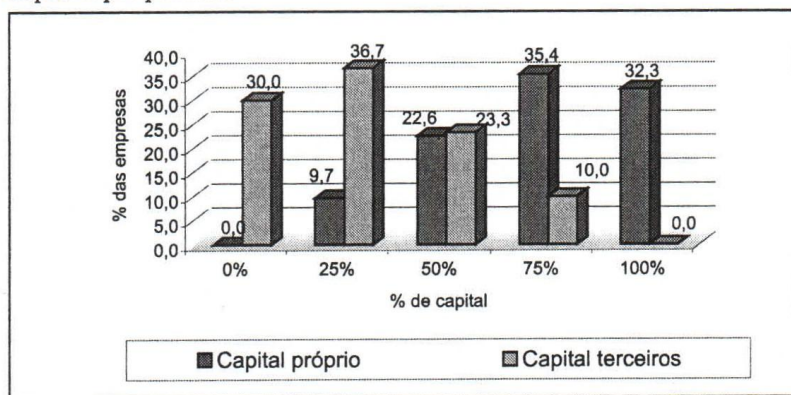
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Para a análise dos dados foram considerados somente os percentuais das respostas válidas, sendo o índice de não respostas nas variáveis analisadas variando de 6,0% a 12,0%.

A partir da amostra de 33 empresas observou-se que as empresas, pelo tipo de constituição jurídica, distribuíram-se em sociedade anônima de capital aberto: 3,0%, sociedade anônima de capital fechado: 12,1%, empresa de responsabilidade limitada: 78,8%, cooperativa: 3,0% e empresa individual: 3,0% e com administração familiar: 72,7%, profissional: 12,1% e mista: 15,2.

Com relação ao objetivo específico “identificar a proporção de capital próprio e de terceiros utilizada pelas empresas”, verificou-se que a maior parte das empresas estudadas (67,7%) tem utilizado acima de 75% de capital próprio, enquanto que 66,7% das empresas utilizam até 25% de capital de terceiros, conforme mostra a Figura 1.

FIGURA 1 - Proporção de capital próprio e de terceiros nas empresas pesquisadas.



Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme preconizado na teoria da estrutura de capital, a empresa deve ter uma parcela de seu capital próprio e

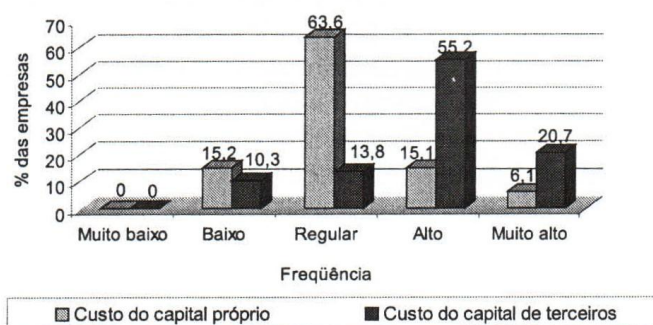
outra parcela de capital de terceiros, o que, teoricamente, deveria aumentar o seu valor. No entanto, os resultados demonstram haver ainda uma baixa utilização de capital de terceiros pelas empresas, sendo que 32,3% das empresas utilizam 100% de capital próprio.

A partir destes resultados, observa-se que a política de aumento do valor da empresa não tem levado os administradores a manter parte de sua estrutura de capital com recursos financeiros de terceiros.

No objetivo “analisar os fatores que determinam a proporção de capital próprio e de terceiros que vem sendo utilizada pelas empresas”, os dados da pesquisa permitem observar que 66,7% das empresas que vêm utilizando uma maior proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio, consideram que os lucros das vendas são baixos. Isso vem ocorrendo pelo fato de as altas taxas de juros cobradas pelo mercado brasileiro tenderem a reduzir a lucratividade dos empreendimentos.

De fato, 75,9% das empresas pesquisadas responderam que, atualmente, as taxas de juros vigentes estão entre altas e muito altas, o que faz com que elas evitem manter uma estrutura de capital com uma proporção elevada de capital de terceiros. Por outro lado, tais empresas julgam que o custo do capital próprio não esteja tão elevado quanto o do capital de terceiros, o que faz com que 78,8% dos entrevistados o considerem entre baixo e regular (Figura 2).

FIGURA 2 - Custo do capital próprio e de terceiros pelas empresas pesquisadas.



Fonte: Dados da pesquisa.

Diversos motivos têm concorrido para que as empresas optem por utilizar capital próprio em detrimento do capital de terceiros.

Dentre as empresas que têm tomado acima de 10% do seu faturamento em empréstimos, 85,7% tendem a considerar que o lucro das vendas seja baixo, o que confirma que a estratégia de manutenção de uma maior proporção de capital próprio na estrutura de capital vem sendo mais vantajosa para as empresas em condições de mercado onde predominem altas taxas de juros.

A presente pesquisa permitiu ainda verificar que 84,4% das empresas estudadas têm optado por efetuar acima de 60% do total de suas vendas a prazo. Particularmente no caso de pequenas empresas com responsabilidade limitada e com administração familiar, essa tem sido uma alternativa para

que elas consigam permanecer no mercado. No entanto, tal conduta tende a reduzir o lucro das vendas, em função das elevadas taxas de juros vigentes no mercado brasileiro, o que justifica o fato de que 93,4% das empresas que possuem acima de 81% de suas vendas a prazo tenham considerado que, atualmente, os lucros das vendas estejam entre muito baixo e razoável. Por outro lado, dentre as empresas que consideram o lucro das vendas de razoáveis a altos, todas têm, no máximo, 20,0% de suas vendas realizadas a prazo.

Embora as 80,0% das empresas de responsabilidade limitada e 87,0% das que apresentam administração familiar venham utilizando as vendas a prazo como uma alternativa para se manterem no mercado, tal opção diminui a liquidez da empresa, obrigando-as a tomarem empréstimos no mercado. Contudo, 83,3% das empresas pesquisadas consideram elevadas as taxas de juros para a manutenção do seu capital de giro, o que as expõe a maiores riscos.

Os dados obtidos na pesquisa demonstram que 92,8% das empresas pesquisadas que possuem acima de 80% de suas vendas a prazo consideram o nível de inadimplência entre muito baixo e baixo. Observou-se ainda que as pequenas e médias empresas, com constituição jurídica de responsabilidade limitada (72%) e com administração familiar (79,1%), que têm efetuado uma maior proporção de suas vendas a prazo, não têm sofrido tanto com o problema de inadimplência quanto as grandes empresas.

Acredita-se que o relacionamento existente entre aquelas empresas e seus clientes seja mais estreito, o que justificaria uma menor ocorrência de ações oportunistas entre as partes, tendendo à redução dos problemas de inadimplência. Isso demonstra ainda que os clientes, assim como as empresas, têm pouco capital de giro, o que os impede de efetuar compras à vista. Todavia, eles procuram cumprir os compromissos financeiros assumidos em relação às empresas.

No objetivo específico “avaliar o grau de risco financeiro aceito pelos administradores para o financiamento de novos projetos”, verificou-se que 86,7% das empresas estudadas consideram o nível de risco aceito entre muito baixo e regular e 75,9% consideram um prêmio pelo risco baixo devido às taxas de juros praticadas no mercado serem elevadas. Isso se justifica pelo fato dessas empresas terem pouco capital para reinvestir no seu crescimento, o que as obriga a recorrer a empréstimos de terceiros.

Observou-se que as empresas que aceitam um nível de risco entre muito baixo e regular preferem fazer uso de seus próprios recursos para financiar novos investimentos de longo prazo (80,0%). No entanto, tal situação tende a limitar o crescimento da empresa, considerando-se que os seus recursos financeiros normalmente têm sido insuficientes para uma adequada realização de reinvestimentos, fazen-

do com que elas tenham pouco capital de giro para suas operações diárias. Dessa forma, elas são induzidas a tomar empréstimos externos para atender às necessidades do seu fluxo de caixa. Deve-se ressaltar ainda que, devido às altas taxas de juros do mercado para o financiamento de curto prazo, há uma tendência de redução dos lucros da empresa, o que diminui as possibilidades de retenção de lucros para reinvestimento, comprometendo ainda mais o crescimento dessas empresas.

Finalmente, com referência ao objetivo “verificar se os administradores têm utilizado as técnicas de decisão sobre estrutura de capital”, apoiado pelos estudos de Myers e Majluf (1984), que desenvolveram a teoria da assimetria de informações para a tomada de decisões sobre a estrutura de capital, observou-se que eles não vêm se baseando em tais técnicas de análise para suas decisões, mas com informações adquiridas pela experiência.

Dentre as empresas estudadas, 87,5% realizam o cálculo do fluxo de caixa internamente. No entanto, 88,2% dessas empresas não têm recorrido às técnicas financeiras como o *Pay Back*, o Valor Presente Líquido e a Taxa Interna de Retorno, o que comprova a afirmativa de que elas não têm se orientado pelas técnicas financeiras disponíveis para as suas decisões financeiras. Dessa forma, tais decisões ficam exclusivamente a critério dos conhecimentos práticos adquiridos pelos administradores.

Apenas 12,5% das empresas pesquisadas vêm terceirizando os trabalhos de cálculo do fluxo de caixa. Além disso, 50,0% delas desconhecem a metodologia que é utilizada pelas empresas contratadas para tal serviço. Acredita-se que a falta de conhecimentos sobre as técnicas para cálculo do fluxo de caixa possa comprometer a qualidade de tal cálculo e, por conseqüência, a qualidade das decisões financeiras.

Tal situação é particularmente relevante no caso das pequenas empresas familiares e de constituição jurídica limitada (83,3%), que vêm realizando internamente tais cálculos, sem contar com o devido embasamento teórico. Cabe ressaltar que, além disso, tais empresas vêm oferecendo menos oportunidades para a capacitação e a atualização de seus gerentes e funcionários, conforme mostra a Tabela 1.

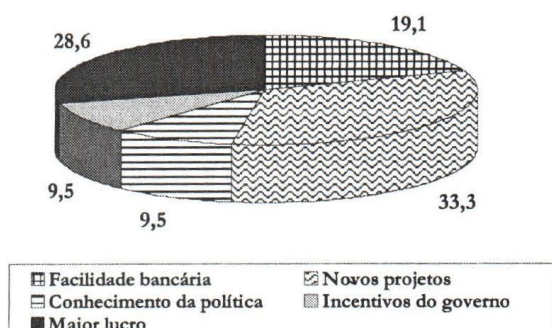
TABELA 1. FREQUÊNCIA DE REALIZAÇÃO DE CURSOS PARA APERFEIÇOAMENTO, ESPECIALIZAÇÃO OU TREINAMENTO DE DIRETORES, GERENTES E FUNCIONÁRIOS DAS PEQUENAS, MÉDIAS E GRANDES EMPRESAS.

		Nunca	Quase nunca	Às vezes	Freqüentemente	Sempre
Pequenas empresas	Diretores	31,2	12,5	43,8	0,0	12,5
	Gerentes	37,5	12,5	50,0	0,0	0,0
	Funcionários	37,5	18,8	37,5	6,2	0,0
Médias empresas	Diretores	0,0	0,0	58,3	16,7	25,0
	Gerentes	0,0	0,0	66,7	8,3	25,0
	Funcionários	0,0	0,0	25,0	50,0	25,0
Grandes empresas	Diretores	33,3	0,0	0,0	33,3	33,3
	Gerentes	33,3	0,0	0,0	33,3	33,3
	Funcionários	33,3	0,0	0,0	0,0	66,7

Fonte: Dados da pesquisa.

Com relação ao motivo que leva a empresa captar recursos de terceiros, verificou-se que os novos projetos (33,3%) foram a principal razão que as levou a captarem financiamentos externos, conforme pode ser observado na Figura 3.

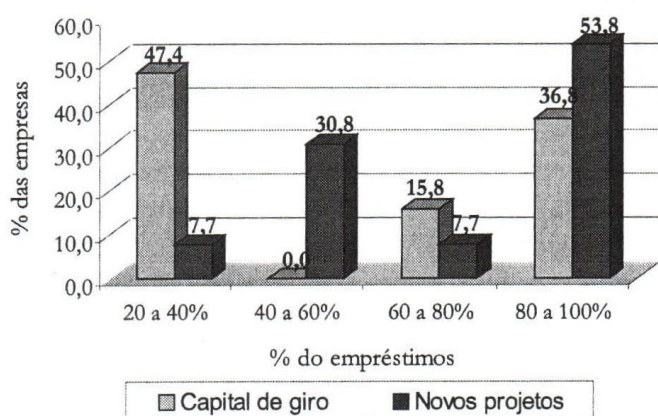
FIGURA 3 - Fatores que levam as empresas a captarem recursos financeiros de terceiros.



Fonte: Dados da pesquisa.

Os novos empréstimos solicitados pelas empresas foram utilizados principalmente em capital de giro e novos projetos, conforme mostrado na Figura 4.

FIGURA 4 - Critérios usado para tomada de novos empréstimos.



Fonte: Dados da pesquisa.

Por outro lado, os administradores das empresas que possuem uma menor proporção de capital de terceiros do que próprio responderam que os novos projetos (44,4%) e o desejo de aumentar seus lucros (33,3%) são as principais razões que os levam a tomar recursos financeiros no mercado. Assim sendo, as empresas que apresentam uma maior porcentagem de capital próprio têm buscado recursos financeiros para estimular o seu crescimento, ao contrário das que possuem uma maior parcela de capital de terceiros, que têm utilizado aqueles recursos principalmente para fins especulativos.

Nas pequenas empresas estudadas observou-se que o desejo de aumentar seus lucros (36,4%) e os novos projetos (27,3%) têm sido as principais razões que as levam a tomar recursos financeiros no mercado. Já as médias empresas captam tais recursos majoritariamente para financiar os novos projetos (33,3%).

Tomando-se como base o patrimônio líquido como critério de classificação das empresas de acordo com o porte, verificou-se que as diferenças encontradas entre elas (pequenas, médias e grandes empresas) em relação às políticas de treinamento e capacitação de seus funcionários, são confirmadas pela análise de correlação de Spearman. Quanto maior é a empresa, maior é a sua tendência em oferecer cursos para seus funcionários (0,643) e gerentes (0,556), o que é significativo a 1%.

Além disso, a análise discriminante de empresas de acordo com o patrimônio líquido confirma a maior tendência de que as grandes corporações ofereçam mais oportunidades de treinamento e capacitação para seus funcionários do que as pequenas empresas, conforme pode ser observado na Tabela 2.

TABELA 2. RESULTADOS DA ANÁLISE DISCRIMINANTE, DESTACANDO A ESTATÍSTICA WILKS' LAMBDA, TESTE DE F E O NÍVEL DE SIGNIFICÂNCIA DE CADA VARIÁVEL ANALISADA.

Variáveis	Wilks' Lambda	F	Sig.
Cursos para diretores	0,780	3,389	0,051
Cursos para gerentes	0,684	5,542	0,010
Cursos para funcionários	0,584	8,539	0,002
Conhecimento de técnicas financeiras	0,903	1,287	0,294

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise discriminante processou uma função com 98% de significância, formada com base nas variáveis estudadas. O coeficiente de correlação canônica de cursos para diretores, gerentes, funcionários e conhecimento de técnicas financeiras encontrado foi de 0,645, indicando que 41,60% ($[0,645^2]$) da variância são explicados pelo conjunto de quatro variáveis extraído pelo método *stepwise*.

5. CONCLUSÃO

Os dados obtidos no presente trabalho permitem concluir que, em função das elevadas taxas de juros, as empresas têm preferido financiar seus investimentos partindo do próprio capital em detrimento do capital de terceiros. No entanto, apesar do grau de risco aceito para a tomada de recursos de terceiros ter sido considerado entre muito baixo e regular, observou-se que uma grande parcela delas tem sido obrigada a recorrer ao capital de terceiros, dada a necessidade de financiar o seu fluxo de caixa. Tal situação vem ocorrendo pelo fato de o mercado altamente competitivo em que estão inseridas as obrigarem a efetuar a maior parte de suas vendas a prazo.

Considerando-se as altas taxas de juros vigentes no mercado, há uma tendência de que as vendas a prazo induzam a uma redução nos lucros das vendas, comprometendo a capacidade das empresas em reter seus lucros, seja para a manutenção de um fluxo de caixa positivo ou para investimentos

que possibilitassem o seu crescimento. Dessa forma, conclui-se que o potencial de crescimento das empresas tem sido restringido pela sua reduzida capacidade de investimento e pelas altas taxas de juros. A falta de políticas governamentais adequadas, particularmente no caso de pequenas e médias empresas, pode ser apontada como um fator que tem inibido o seu desenvolvimento.

As razões que têm levado as empresas a assumirem financiamento de terceiros são, principalmente, a facilidade bancária, a necessidade de recursos para investimentos em novos projetos, o conhecimento da política econômica e o desejo de ampliar os lucros.

A despeito da proposta teórica de que as vendas a prazo tendem a aumentar a inadimplência, as evidências empíricas levantadas no presente trabalho conduzem à direção oposta, ou seja, têm reduzido a inadimplência nas vendas a prazo. Tal fato vem ocorrendo porque, assim como as empresas vêm tendo pouco capital de giro, os clientes também passam pelas mesmas dificuldades. No entanto, tais clientes têm procurado cumprir os compromissos financeiros assumidos. Além disso, a maior parte das empresas pesquisadas foi classificada como de pequeno e médio porte, de acordo com o seu faturamento e patrimônio líquido. Acredita-se que tais empresas venham estabelecendo relacionamentos mais estreitos com seus clientes, o que tende a reduzir as ações oportunistas, como, por exemplo, a inadimplência.

A política gerencial praticada pelas empresas estudadas mostra que os gerentes não têm se preocupado com a "estrutura ótima de capital" para as suas decisões financeiras, mas com as políticas de vendas, de investimentos, de mercado e tecnológicas.

Finalmente, os cálculos para determinar os níveis de investimento e financiamento, particularmente no caso das pequenas empresas familiares e de constituição jurídica limitada, vêm sendo feitos por seus administradores, embora a maioria deles desconheça as técnicas financeiras disponíveis, o que tende a comprometer a qualidade daquele trabalho. Além disso, os resultados obtidos indicam que tais empresas têm investido menos na capacitação e aperfeiçoamento de seus funcionários e gerentes que as grandes empresas.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- COUTO, M. A. F. *Estrutura de capital: um estudo acerca da relevância da decisão de financiamento para um setor industrial*. São Paulo: FGV/EAESP, 1995. 196p. (Dissertação - Mestrado em Administração Contábil e Financeira).
- DEANGELO, H.; MARSULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, Madeson, v.8, p.3-29, Mar. 1980.

FERREIRA, L. de S.; BRASIL, H. G. Estrutura de capital: um teste preliminar da "pecking order hypothesis". In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 21., 1997, Rio das Pedras. *Anais...* Rio das Pedras: ANPAD, 1997. 1 CD-ROM.

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

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. de A. *Fundamentos de metodologia científica*. 3.ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 1991. 270p.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, New York, v.7, n.1, p.77-91, Mar. 1952.

MARTINS, G. de A. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1994. 116p.

MILLER, M. H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, New York, May. 1977.

MODIGLIANI, F. Debt, dividend policy, taxes, inflation and market valuation. *Journal of Financial Economics*, Madeson, v.37, n.2, p.255-273, May.1982.

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

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Nashville, v.48, n.3, p.261-297, Jun. 1958.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, New York, v.39, Jul 1984.

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

ROESCH, S. M. A. *Projetos de estágio do curso de administração: guia para pesquisas, projetos, estágios e trabalhos de conclusão de curso*. São Paulo: Atlas, 1996. 189p.

ROSS, S. A. Finance. *New Palgrave Dictionary of Money & Finance*. London, Macmillan Press Ltd., v.2, p. 26-41, 1992

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, Spring, n.8, p.23-40, 1977.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J.F. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1995. 698p.

RUIZ, J. A. *Metodologia científica: guia para eficiência nos estudos*. 3ed. São Paulo: Atlas, 1991. 176p.

SIMÕES PEREIRA, A. A. N. V. *Estrutura de capital: uma exploração preliminar da abordagem pecking order*. São Paulo: FGV/EAESP, 1995. p.89 (Dissertação - Mestrado em Administração).

SIRIHAL, A. B.; MELO, A. A. de O. Estrutura de capital: benefícios e contra-benefícios fiscais do endividamento. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 23., 1999, Foz do Iguaçu. *Anais...* Foz do Iguaçu: ANPAD, 1999. 1 CD-ROM.