

Área temática: Finanças

Fatores que Influenciam a Estrutura de Capital em Micro e Pequenas Empresas: Um Estudo Exploratório

AUTORES

VERONICA PEÑALOZA

Universidade Estadual do Ceará
penaloza_veronica@yahoo.com.br

FELIPE DE CASTRO FIGUEIRÊDO

Universidade Estadual do Ceará
castrofigueirêdo@gmail.com

Resumo

Apesar dos inúmeros trabalhos que abordam o tema das decisões de estrutura de capital nas empresas, poucos o fazem sob a ótica das micro e pequenas empresas. A característica particular das micro e pequenas empresas da justaposição de propriedade-gestão faz com que as motivações do empresário sejam variáveis importantes a serem incorporadas no estudo das decisões sobre estrutura de capital. São esses os aspectos abordados neste trabalho.

Através de uma pesquisa exploratória, realizada com micro e pequenas empresas da cidade de Fortaleza, investigou-se a influência de alguns fatores motivacionais e demográficos sobre a composição da estrutura de capital destas empresas. Os dados foram trabalhados com o software SPSS (Statistical Package for the Social Sciences) versão 13.0, módulos de estatística descritiva, testes não paramétricos, análise fatorial e regressão binária logística. Os resultados estatísticos deste trabalho oferecem a confirmação da influência destes fatores nas decisões de estrutura de capital da empresa. Mais especificamente, a variável representativa das dimensões do desafio pessoal relaciona-se com o uso exclusivo de capital próprio na composição de capital da empresa.

Palavras chave: estrutura de capital, micro e pequenas empresas, administração financeira.

Abstract

Despite numerous studies that address the issue of companies' decisions on capital structure, few do from the perspective of micro and small enterprises. The particular characteristic of micro and small enterprises in the juxtaposition of property-management, make the motivations of the entrepreneur important variables to be incorporated in the study of decisions on capital structure. Those aspects are addressed in this work.

Through an exploratory research, performed with micro and small enterprises in the city of Fortaleza, investigated the influence of some motivating and demographics factors and on the composition of the capital structure of these companies. Using techniques of factorial analysis and logistic binary regression, the statistical results of this work, provide confirmation of the influence of these factors, in the decisions of the company's capital structure. More specifically the variable, representing the personal challenge dimensions, relates to the exclusive use of own capital in the composition of the company's capital.

Key words: capital structure, micro and small enterprises, financial administration.

1. Introdução

O interesse em micro e pequenas empresas (MPEs) vem aumentando significativamente no decorrer do tempo, pela sua contribuição no emprego e no desenvolvimento econômico de uma região. Fomentar a expansão das MPEs e dar-lhes condições de crescimento e sustentação no tempo, passaram a ser objetivos prioritários de política econômica, e entre eles, a necessidade de criar condições de acesso a recursos financeiros, assinalado como um dos principais motivos do insucesso das PMEs.

Contudo, a literatura da área e a teoria financeira, em geral, centram-se em explicar o comportamento das grandes corporações. A maioria dos livros texto usados para o ensino da administração financeira são traduções da realidade norte-americana, referidos a mercados financeiros desenvolvidos bem diferente da realidade dos mercados brasileiros. A teoria, desenvolvida para as grandes empresas e companhias de capital aberto, enfatiza a maximização de riqueza dos acionistas, esquecendo as MPEs que se defrontam com uma realidade distinta e onde muitas vezes a gestão e a propriedade se confundem. Não que a teoria deva ser diferente para o caso das MPEs, porém há carência de trabalhos aplicados, centrados na realidade destas empresas que são fundamentais na estrutura econômica de países como Brasil (PEÑALOZA e GUERRA 2006).

As diferenças entre pequenas e grandes empresas não se resumem a aspectos quantitativos, são até mais fortemente presentes nos aspectos qualitativos, logo uma pequena empresa não deve ser encarada como uma miniatura de uma grande empresa. (KORKEAMAKI e RUTHEFORD, 2006). As pequenas empresas não atuam no mercado financeiro e, portanto, não se submetem as avaliações do mercado. Conseqüentemente como a teoria financeira dominante é baseada nas avaliações de mercado das valorizações acionárias, não é aplicável às pequenas empresas, mais ainda no que diz relação à estrutura de capital. Neste caso, as pequenas empresas geralmente têm acesso somente ao financiamento via capital próprio e ao mercado de dívidas, enquanto as grandes empresas acessam o mercado público de ações (BERGER e UDELL, 1998).

Os fatores que influenciam a demanda por fundos financeiros em pequenas empresas, são constantemente negligenciados por uma super-dependência de argumentos que tentam explicar os problemas financeiros das pequenas empresas somente em termos de falta de acesso a suprimentos de capital próprio e endividamento. (HUTCHINSON, 1995 apud, ROMANO, TANEWSKI e SMYRNIOS, 2001). De fato, a maioria dos trabalhos sobre estrutura de capital de MPEs existentes têm uma tendência a explicar as decisões financeiras destas empresas somente através da falta de acesso aos recursos. Esta ótica um pouco simplista exclui aspectos importantes tais como as características e objetivos do empresário, principalmente se levarmos em consideração que uma das questões que caracteriza as MPEs é a justaposição de propriedade e gestão.

Enquanto nas grandes empresas a gestão é realizada por administradores profissionais pagos com esse intuito, nas pequenas empresas o papel de proprietário, na maioria das vezes, confunde-se com o de administrador. Nas MPEs, geralmente, as decisões de estrutura de capital estão concentradas na figura do proprietário-gestor, portanto, os valores pessoais e as perspectivas deste têm impacto sobre a escolha da forma de financiamento. A situação é tal que muitas vezes confundem-se os recursos do proprietário com o capital da empresa. Em pesquisa realizada pelo SEBRAE-SP (2006), concluiu-se que 56% dos entrevistados utilizam recursos da empresa para pagar despesas pessoais e 61% fez o inverso, utilizou recursos pessoais para pagar contas da empresa. Como resultado desta característica problemas de agência na definição da estrutura de capital, causados pela separação de propriedade e controle tornam-se irrelevantes em pequenas empresas, mostrando, portanto, a possível inadequação da teoria da agência para pequenas empresas (BERGER e UDELL, 1998).

As motivações dos proprietários-gestores das pequenas empresas são múltiplas, portanto, é difícil eles terem um único objetivo global ao explorar suas próprias empresas, suas intenções são susceptíveis de ser numerosas e complexas. É provável que também as satisfações que derivam deste profissional, sejam muitas vezes não pecuniárias. Eles têm grande liberdade para concretizar muitos e variados objetivos, quer sejam de natureza pecuniária ou não. Em função do exposto, qualquer definição de uma meta de gestão financeira para a pequena empresa, tem que ser vista num contexto mais amplo (MCMAHON, 1995).

Inserida neste contexto, a pesquisa procura responder que fatores afetam a decisão das empresas, as MPEs especificamente, quanto à escolha das fontes de recursos a serem utilizadas. O objetivo é investigar os fatores que influenciam as decisões de estrutura de capital nestas empresas, mas numa perspectiva menos tradicional, incluindo na análise variáveis comportamentais e características do empresário para uma melhor compreensão das decisões de estrutura de capital das MPEs.

2. Marco Referencial

As empresas financiam seus investimentos com uma composição de financiamento de fontes de longo prazo, os capitais próprios e de terceiros que utilizam é o que denominamos de estrutura de capital. Para Gitman, (2004) as decisões de estrutura de capital estão entre as mais complexas tomadas de decisões financeiras, decisões erradas em relação à estrutura de capital podem inviabilizar projetos, uma vez que tais decisões estão intimamente ligadas a custos de capital. Segundo Ross e col.(1995), a estrutura de capital de uma empresa é a proporção entre os componentes das fontes de financiamento; é a definição da razão entre recursos de terceiros e recursos próprios relativamente ao patrimônio total da empresa e é um indicativo dos esquemas de financiamento utilizados pela empresa para determinar como seu valor é repartido.

O tema da estrutura de capital é muito controverso e, portanto há vastíssima produção científica a respeito, os trabalhos em geral se centram em responder questões sobre como a empresa define sua estrutura de capital e se existe ou não uma estrutura ótima de capital que maximize o valor da empresa.

Segundo Harris e Raviv (1991), a teoria moderna de estrutura de capital começa com o trabalho Modigliani e Miller publicado em 1958, considerado o marco no estudo do tema. Este trabalho mostra a irrelevância da estrutura de capital, vale dizer, não existe estrutura de capital ótima já que o valor da empresa é independente da forma como são financiados seus ativos dependendo somente, do retorno dos projetos da empresa.

A literatura sobre estrutura de capital é dividida normalmente em duas correntes teóricas que, segundo Medeiros e Daher (2008), competem entre si pela explicação da estrutura de capital das empresas: a *Static Tradeoff Theory*, e a *Pecking Order Theory*. Para Myers (1984) a *Static Tradeoff Theory*, supõe que a empresa possui uma meta de endividamento e caminha em sua direção. Tal meta seria estabelecida como resultado do confronto entre o custo e o benefício da dívida, onde o custo de falência iria se contrapor ao benefício fiscal.

Já segundo a teoria da *Pecking Order Theory*, toda empresa segue uma seqüência hierárquica ao estabelecer sua estrutura de capital. Inicialmente, a empresa daria preferência ao financiamento interno. Caso necessite de financiamento externo, a seqüência lógica seria a da emissão de debêntures e títulos conversíveis, antes de optar pela emissão de ações MEDEIROS E DAHER (2008).

A *Pecking Order Theory* (MYERS, 1984) busca as razões pelas quais as empresas mantêm uma maior fatia de capital próprio na composição de sua estrutura de capital, muito embora este tenha um maior custo do que as dívidas. O maior custo do capital próprio é

explicado pelo maior risco, pois dividendos não pagos não se transformam em dívidas e conseqüentemente não podem ser executados judicialmente. O autor parte da definição de duas idéias centrais: a preferência, por parte das empresas, do financiamento interno em detrimento do financiamento externo; e a preferência por dívidas em vez de novos aportes de capital se o financiamento externo faz-se imprescindível. Na teoria a estrutura de capital é explicada por uma ordem hierárquica, produto da assimetria das informações.

Apesar de convergirem em alguns pontos, a *Static Tradeoff Theory*, e a *Pecking Order Theory* divergem em seus preceitos básicos. Como a *Pecking Order Theory* estabelece que a subscrição de novas ações somente acontece como último recurso e que a forma preferencial de financiamento do déficit financeiro se dá por meio de lucros retidos, há grande ponto de divergência entre as duas correntes. Para a *Static Tradeoff Theory*, maiores lucros levam a maior endividamento, devido ao escudo fiscal proporcionado pelos juros. Isto é exatamente o oposto do que a *Pecking Order Theory* sustenta; para ela maiores lucros levam à diminuição do endividamento, já que esses lucros, caso não sejam distribuídos, se tornam a melhor fonte de geração de recursos para cobrir o déficit financeiro da empresa (MEDEIROS E DAHER, 2008).

Alguns autores argumentam que, na realidade, as pequenas empresas enfrentam a *Pecking Order Theory* numa versão limitada ou modificada. Isto aconteceria porque as pequenas empresas têm menos acesso aos fundos externos do que as grandes empresas, logo a única opção seria recorrer aos fundos dos proprietários, capital próprio, ou em segundo plano ao mercado de dívidas (HALL, HUTCHINSON e MICHAELAS, 2000; KORMEAKI e RUTHEFORD, 2006).

Já para Kotey (1999), as maiores fontes de financiamento para estrutura de capital de pequenas empresas são o capital pessoal ou as dívidas de curto prazo. As dificuldades de acesso a capital que enfrentam as pequenas empresas, burocracia principalmente, associada à falta de garantias reais, projeto pouco viáveis, ou registro da empresa no CADIN/SPC/SERASA, conduzem a que muitos empresários prefiram tentar financiamento como pessoa física. Em pesquisa realizada pelo SEBRAE-SP (2006) encontrou-se, 27% das MPEs tentaram obter empréstimos bancários como pessoa jurídica e 15% tentaram como pessoa física, ainda a despeito de pagarem juros mais elevados. Segundo Kotey (1999), a lacuna financeira deixada pela ausência de outros tipos de capital e dívidas de longo prazo é constantemente atribuída a fatores relacionados à oferta de capital como inacessibilidade ao mercado de ações e a não disposição das instituições financeiras de emprestar para pequenas empresas. Um dos motivos para as instituições financeiras não emprestar dinheiro às pequenas empresas, é o que Berger e Udell (1998) chamaram de opacidade informacional. Para estes autores, a falta de informações confiáveis acerca dos dados financeiros da empresa, é uma das características das pequenas empresas, já que diferentemente das grandes empresas, as pequenas empresas, em sua maioria, não mantêm registros financeiros auditados, ou até mesmo não mantêm nenhum tipo de registro financeiro.

Assim sendo, tal como as necessidades financeiras das empresas mudam com o ciclo de crescimento da empresa, as opções disponíveis de financiamento também mudam de acordo com o estágio de crescimento da empresa. Quanto mais jovem a empresa, mais opaca informacionalmente ela é, logo dependerá muito mais de financiamento interno inicial ou de os recursos disponibilizados pela família ou amigos no momento da criação da empresa. Quando a empresa cresce, passa a acessar o financiamento via endividamento, através de instituições financeiras, e/ou pode contar com o capital de risco (*venture capital*). Caso a empresa continue a crescer, acessará o mercado de lançamento público de títulos, todavia neste estágio certamente não será mais uma pequena empresa (BERGER e UDELL, 1998).

Segundo Romano e col. (2001) as teorias existentes sobre estrutura de capital excluem fatores importantíssimos como o objetivo dos proprietários no planejamento de decisões do

negócio, tornando-se inadequadas para as pequenas empresas. Uma vez que estas empresas não se submetem ao exame cuidadoso do mercado como acontece nas grandes empresas, ou empresas de capital aberto, ressalta-se a importância dos objetivos e preferências do empresário na análise das decisões de estrutura de capital.

Segundo Barton e Gordon (1987), dada a justaposição de propriedade e gestão, acontece uma concentração do poder de tomada de decisão nas mãos do proprietário-administrador, e portanto, os alvos e preferências dos gestores têm muita influência nas decisões de estrutura de capital, fazendo com que a perspectiva estratégica supere a perspectiva financeira no entendimento das decisões financeiras de pequenas empresas. Num trabalho posterior, Barton e Matthews (1989), reforçam seu posicionamento, assinalando que nas pequenas empresas o que determina a estrutura de capital é a atitude do proprietário em relação ao risco e não as políticas de estrutura de capital como acontece nas grandes empresas.

Também para Chaganti, DeCarolís e Deeds (1995), as pequenas empresas definem sua estrutura de capital com base em preferências pessoais dos empresários. Estes autores investigam os fatores de previsão da estrutura de capital em pequenas empresas em função dos alvos de orientação do proprietário. Para os autores, o alvo de orientação do proprietário, ou seja, seus objetivos, ganha importância ímpar em pequenas empresas devido à maior densidade de controle e poder de tomada de decisão nas mãos do proprietário. Segundo os autores a estrutura financeira das pequenas empresas seria diferente dependendo da motivação do empresário ao criar a empresa. De acordo com esta motivação, existiriam dois tipos de empresários, o tipo “empresário artesão” que busca o desafio pessoal e procura a manutenção de um estilo de vida. É fortemente motivado para fazer o que ele quer e aprecia ser seu próprio patrão. Este tipo de empresário evitaria o endividamento e a entrada de novos sócios como forma de se defender da dependência e da interferência de terceiros nos seus objetivos. Já o segundo tipo seria o “empresário administrador”, seu interesse é a construção de uma organização, motivado pelo lucro e pela construção de algo para a família. Este tipo de empresário inicia um negócio para suprir necessidades financeiras. Portanto, este empresário preferiria a alavancagem financeira e seria mais propenso ao endividamento e a busca por novos capitais.

Para estes mesmos autores, outro dos aspectos que pode influenciar nas decisões de estrutura de capital é a visão do empresário sobre as perspectivas do negócio. Empresários otimistas com o seu negócio ou com negócios como o seu, sentem-se mais confiantes para usar capital em vez de dívidas e ainda capital interno em vez de capital externo. Por outro lado empresários pessimistas com o seu negócio ou com negócios como o seu preferem o endividamento ou capital externo em vez de capital próprio.

Assim também, a possibilidade de substituição de capital financeiro por capital humano evidencia-se nas pequenas empresas. Empresas sem recursos suficientes para contratar o número necessário de empregados tendem a contar com o trabalho não-pago de familiares ou de uma maior dedicação em termos de horas do empresário. Logo o número de familiares e as horas que estes e o proprietário dedicam a empresa por semana são indicativos da carência de recursos e possível tendência ao endividamento. Por outro lado quanto mais sócios a empresa possui, maior a possibilidade de montante de capital disponível à empresa, sendo, portanto, indicativo de aversão ao uso de capital externo.

Ainda segundo Chaganti e col., outra variável que pode influenciar na decisão de estrutura de capital é o gênero do proprietário. Empresas cuja propriedade pertence a uma mulher enfrentam condições menos favoráveis de financiamento, exigência de maiores garantias ou diferenças nas taxas de interesse de empréstimo quando buscam o endividamento. Estas condições menos favoráveis forçam muitas vezes às mulheres a

procurarem capital, em vez de financiamento. Ou seja, empresas de propriedade feminina optariam por uma maior parcela de capital próprio.

O tempo de vida da empresa também é analisado pelos autores. Segundo eles, o fato de a empresa ser nova ou desenvolvida influencia seu acesso às fontes de financiamento. Empresas novas são forçadas a optarem pelo capital próprio devido à dificuldade de conseguirem endividamento. Já empresas desenvolvidas acumulam dados, ativos e experiência que as permite uma parcela maior de endividamento.

3. Questões de pesquisa

Com esse referencial estruturou-se a pesquisa, delimitando-se o seguinte objetivo:

Conhecer os fatores que influenciam as decisões de estrutura de capital nas MPEs, mais especificamente estabelecer como as variáveis; tamanho da empresa, idade da empresa, gênero do proprietário, número de sócios, capital humano, chances de sucesso e objetivos do empresário afetam a decisão entre uso de capital próprio e capital de terceiros.

3.1 Hipóteses

Com o intuito de investigar a influência do tamanho da empresa nas decisões de estrutura de capital, sugerimos a seguinte hipótese:

H1: Empresas menores (Microempresas), comparativamente a pequenas empresas, são financiadas mais por capital próprio do que por capital de terceiros.

Com relação ao tempo de vida da empresa, propomos que:

H2: Empresas mais novas, comparativamente as empresas que têm mais tempo de mercado, são financiadas mais por capital próprio do que por capital de terceiros.

Quanto à influência do gênero nas decisões de estrutura de capital propomos a seguinte hipótese:

H3: Empresas cuja proprietária é mulher, comparativamente a empresas de proprietários homens, são financiadas mais por capital próprio do que por capital de terceiros.

Já o número de sócios pode indicar a disponibilidade de recursos para a empresa, assim sendo, sugerimos a seguinte hipótese:

H4: Negócios com maior número de sócios financiam-se mais por capital próprio do que por capital de terceiros.

A possibilidade de substituição do capital financeiro por capital humano também indica mais um fator de influência nas decisões de estrutura de capital. Daí, levantamos a seguinte hipótese:

H5: Negócios que utilizam maior quantidade de capital humano nas formas de horas dedicadas pelo empresário ou horas não-pagas trabalhadas por familiares seriam financiados mais por capital de terceiros do que por capital próprio.

Com relação à visão do empresário, quanto às chances de sucesso de seu negócio ou negócios similares, sugerimos a seguinte hipótese:

H6: Empresários otimistas com o seu negócio ou com negócios similares preferem capital próprio a capital de terceiros, enquanto empresários pessimistas com o seu negócio ou com negócios similares preferem o capital de terceiros a capital próprio.

Quanto aos objetivos dos empresários, sugerimos as seguintes hipóteses:

H7(a): Empresários do tipo artesão são mais propensos a usar capital próprio do que capital de terceiros.

H7(b): Empresários do tipo administradores preferem usar capital de terceiros a capital próprio.

4. Método de Pesquisa

Trata-se de uma pesquisa descritiva, direta—os respondentes conhecem o verdadeiro propósito da pesquisa—com dados de corte transversal, usando método de *survey* e coleta estruturada de dados. O método de *survey* para obtenção de informações se baseia no interrogatório dos participantes, aos quais se fazem várias perguntas estruturadas sobre seu comportamento, intenções, atitudes, percepção, etc. Geralmente o questionário é estruturado visando certa padronização no processo de coleta de dados (MALHOTRA, 2001).

A pesquisa foi realizada durante os meses de abril e maio de 2008 nas dependências do SEBRAE-CE, com empresários que buscavam, de modo geral, treinamento gerencial e/ou consultoria. A amostra foi selecionada por facilidade de acesso, não sendo, portanto, representativa do universo. Foram entrevistados 59 empresários dos quais 4 não correspondiam ao perfil de MPEs e foram excluídos da análise.

4.1 Técnicas de análise de dados

Os dados foram trabalhados com o software SPSS (Statistical Package for the Social Sciences) versão 13.0, módulos de estatística descritiva, testes não paramétricos, análise fatorial e regressão binária logística. Utilizaram-se provas não paramétricas por serem melhor adaptáveis aos estudos que envolvem variáveis com níveis de mensuração nominal e ordinal. Estas técnicas são recomendadas, para verificar se as variáveis são independentes ou relacionadas e também no tratamento estatístico de dados oriundos de tabelas com dupla entrada (MARTINS, 2002). A análise fatorial é uma técnica estatística que busca, através da avaliação de um conjunto de variáveis, desvendar estruturas existentes não observáveis diretamente. Tem como um dos seus principais objetivos, tentar descrever um conjunto de variáveis originais através da criação de um número menor de dimensões ou fatores (CORRAR e col., 2007).

A formulação e estimação de relações onde estão em jogo características qualitativas de pessoas ou objetos, são melhor descritas por modelos de escolha discreta, que podem ser representados por uma variável binária que toma o valor 1 na presença da característica e valor 0 na ausência da característica estudada. A regressão logística, por sua vez, é uma técnica apropriada quando a variável dependente é categórica e as variáveis independentes são métricas (HAIR, 2005).

5. Análise dos Resultados

Dos 55 respondentes 67,3% são homens e 30,9% são mulheres, sendo que um indivíduo não declarou o sexo. Quanto ao estado civil, 52,7% declaram-se casados, 34,5% solteiros e 12,7% separados. Pouco mais da metade, 54,5% têm filhos, a maioria deles, têm 2 filhos. Sua idade varia de 18 a 58 anos, distribuída da seguinte forma; 21,8% com idade até 25 anos, 25,5% com idade de 26 a 35 anos, 34,5% com idade de 36 a 45 anos e 18,2% com mais de 45 anos. Quanto ao grau de instrução observado, 5,5% dos empresários têm primário completo, 34,5% têm segundo grau completo e 60% têm nível superior completo ou mais.

Divididos em categorias, os que utilizam recursos externos e os que não utilizam recursos externos na composição de sua estrutura de capital, observa-se que não há grandes diferenças entre as categorias quanto a idade, estado civil, filhos e grau de instrução.

Já com relação às empresas (vide Tabela 1), 58,2% delas são microempresas e 40,0% são pequenas empresas, 34,5% têm até 3 anos de vida, 12,7% têm entre 3 e 5 anos, 27,3% entre 5 e 10 anos e 25,5% têm mais de 10 anos e são formadas majoritariamente por um sócio (56,4%).

Os empresários dedicam em média mais de 50 horas por semana à empresa, 50,9% dedica entre 40 a 60 horas e 23,6% dedica mais de 60 horas por semana. A grande maioria se declara otimista quanto às chances de sucesso de seu negócio (94,5%) e também, sendo um pouco menos, quanto às chances de sucesso de negócios similares aos seus (80%).

Novamente, quando observamos estas características, separando as empresas entre aquelas que usam recursos externos e aquelas que não os usam, observamos que não há grandes diferenças entre os dois grupos. Contudo, para ter certeza de que realmente não existe associação entre os grupos e nenhuma das características levantadas, usamos o teste qui-quadrado e o coeficiente de contingência, sendo estes não significativos, em todos os casos. Vale dizer, nenhuma destas características seriam, de alguma forma, preditoras de uso ou não de capital externo, assim sendo, a tendência seria a rejeitar as hipóteses H1, H2, H3, H4, H5 e H6.

Tabela 1. Número e Percentual de Empresas por Diferentes Características, segundo Uso ou Não de Recursos de Terceiros. Crosstabs e Teste Chi-quadrado

Tamanho da Empresa	Usa \$ Terceiros		Não Usa \$ Terceiros		N.R.	Total	(%)	Pearson Chi-Square	
	No	(%)	No	(%)				Value	Asymp. Sig.
Microempresa	10	52,6	22	61,1	2	32	58,2	0,15	0,70
Pequena Empresa	8	42,1	14	38,9		22	40,0		
sem informação	1	5,3		-		1	1,8		
Idade da Empresa									
Até 3 anos	8	42,1	11	30,6		19	34,5	4,20	0,24
Mais de 3 até 5 anos	1	5,3	6	16,7		7	12,7		
Mais de 5 até 10 anos	6	31,6	9	25,0		15	27,3		
Mais de 10 anos	4	21,1	10	27,8		14	25,5		
Gênero do Empresário									
Masculino	13	68,4	24	66,7		37	67,3	0,00	0,99
Femenino	6	31,6	11	30,6		17	30,9		
sem resposta			1	2,8		1	1,8		
Número de sócios									
1 sócio	10	52,6	21	58,3	1	31	56,4	1,61	0,66
2 sócios	8	42,1	11	30,6	1	19	34,5		
Mais de 2 sócios	1	5,3	4	11,1		5	9,1		
Horas semanais que o empresário dedicada à empresa									
Até 40 horas	2	10,5	10	27,8		12	21,8	3,28	0,19
de 40 a 60 horas	12	63,2	16	44,4		28	50,9		
mais de 60 horas	3	15,8	10	27,8		13	23,6		
sem resposta	2	10,5		-		2	3,6		
Horas semanais de trabalho de familiares não remunerado dedicadas à empresa									
Até 40 horas	15	78,9	28	77,8		43	78,2	2,25	0,32
de 40 a 60 horas	3	15,8	2	5,6		5	9,1		
mais de 60 horas	1	5,3	5	13,9		6	10,9		
sem resposta		-	1	2,8		1	1,8		
Opinião do empresário quanto às chances de sucesso do seu negócio									
Otimista	18	94,7	34	94,4		52	94,5	0,74	0,69
Indiferente	1	5,3	1	2,8		2	3,6		
Pesimista		-	1	2,8		1	1,8		
Opinião do empresário quanto às chances de sucesso de outros negócios como o seu									
Otimista	16	84,2	28	77,8		44	80,0	0,39	0,82
Indiferente	2	10,5	6	16,7		8	14,5		
Pesimista	1	5,3	2	5,6		3	5,5		
Total	19	100,0	36	100,0		55	100,0		

Fonte: SPSS

Com o intuito de verificar a diferenciação dos empresários “artesãos” dos empresários “administradores” (e posteriormente testar H7), procede-se primeiramente a aplicar análise fatorial nas variáveis estudadas por Chaganti e col. (1995), e assim estabelecer se os construtos utilizados pelos autores se mantêm ou mudam em nossa amostra.

Os resultados da análise fatorial podem ser observados na Tabela 2. As variáveis foram agrupadas em 3 fatores, que explicam 69,1% da variância total.

Tabela 2. Resultados Análise Fatorial

Rotated Component Matrix	Fatores		
	1	2	3
Construção de um patrimônio para os membros da família	0,90		
Propiciar uma boa renda para a família	0,88		
Viver onde e como você gosta	0,78		
Satisfação das expectativas dos outros com relação a você		0,83	
Ter um grande controle da sua vida		0,70	
Ter um trabalho constante		0,67	
A superação do desafio de iniciar e gerir uma empresa		0,61	
Uso de suas perícias e habilidades			0,79
Ganho de respeito e reconhecimento			0,73
% Variance Explained	38,98	17,02	13,09
Total Variance Explained	69,10		
Alpha	0,86	0,75	0,63

Extraction Method: Principal Component Analysis. Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.
Fonte: SPSS

O primeiro fator resultante da análise, que explica 38,98% da variância total, reuniu as variáveis “construção de um patrimônio para os membros da família”, a oportunidade de “propiciar uma boa renda para a família” e a possibilidade de viver onde e como ele gosta. As duas primeiras variáveis correspondem ao construto “patrimônio”, que é associado ao empresário tipo administrador, já a terceira variável, “viver onde e como você gosta”, corresponde ao construto “estilo de vida” que é associado ao empresário artesão.

A associação da última variável ao construto patrimônio, possivelmente, deve-se ao fato da interpretação dada a variável “viver onde e como gosta”. Enquanto a pesquisa de Chaganti e col. (1995) foi realizada com empresários do primeiro mundo, o presente trabalho foi realizado com empresários do nordeste brasileiro. Isto pode acarretar interpretações distintas para a variável acima mencionada. Por exemplo, para um empresário do primeiro mundo a afirmativa “viver onde e como gosta” pode ser interpretada como iniciar e gerir uma empresa longe dos grandes centros urbanos, em pequenas cidades ou no litoral, indicando a busca por um certo estilo de vida. Já para um empresário do nordeste brasileiro “viver onde e como gosta” pode significar ter renda e patrimônio suficientes para residir num local de status reconhecido pela sociedade local. Assim sendo, dada a diferença de interpretações causada por assimetrias culturais entre as amostras, essa variável poderia fazer parte do construto “patrimônio”.

O segundo fator, explica 17,02% da variância e reuniu as variáveis: satisfação do empresário com relação ao atendimento das “expectativas dos outros relacionadas ao desempenho dele”, “ter um grande controle da sua própria vida”, “manutenção de um trabalho constante” e “superação do desafio de iniciar e gerir uma empresa”.

As duas primeiras e a última variável em Chaganti e col. (1995) estavam relacionadas aos construtos, desafio pessoal e estilo de vida que indicavam empresário do tipo artesão. Já a variável ter um trabalho constante, na pesquisa dos autores indicava necessidade econômica e estava associada a um empresário do tipo administrador.

Já o terceiro fator, que explica 13,1% da variância, reuniu a variável “uso de perícias e habilidades”, com o “ganho de respeito e reconhecimento”. O nível de satisfação com as variáveis ligadas ao uso de perícias e habilidades e ao ganho de respeito e reconhecimento estão diretamente relacionadas à questão do desafio pessoal. Segundo Chaganti e col. (1995) tal questão indica de forma direta empresários do tipo artesão. Percebe-se que o fator 3 é composto por variáveis determinantes de certo orgulho, ou propensão a dar maior importância ao sentimento de propriedade na gestão da empresa em detrimento de uma alavancagem financeira. Segundo os autores, essa propensão implica numa certa aversão pelo uso de capital de terceiros.

Assim, o fator 1 agruparia uma série de variáveis que seriam associadas ao empresário administrador e o fator 3 agruparia as variáveis que seriam associadas ao empresário artesão.

Através do uso de regressão logística verificamos a relação entre os fatores determinados pela análise fatorial e o uso ou não de recursos de terceiros na composição do capital da empresa¹. A variável uso de capital próprio relaciona-se com o fator 3 (Vide figura 1) que é justamente o fator composto exclusivamente por variáveis indicadoras do empresário do tipo artesão, confirmando assim, H7(a). Já o fator 1 apresenta-se não significativo e é excluído da regressão, não confirmando, portanto, H7(b).

Figura 1

Variables in the Equation							
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step	FAC3_1	,722	,331	4,755	1	,029	2,059
1	Constant	,736	,317	5,403	1	,020	2,088

a. Variable(s) entered on step 1: FAC3_1.

Incluem-se na regressão, além dos fatores que representam as variáveis associadas ao tipo de empresário, todas as outras variáveis anteriormente analisadas: tamanho da empresa, gênero do empresário, idade da empresa, número de sócios, horas que o empresário dedica à empresa, horas que familiares dedicam à empresa, opinião dos empresários quanto às chances de sucesso de seu negócio e quanto às chances de negócios como o seu. A inclusão destas variáveis tem por objetivo analisar todas as informações em conjunto e confirmar ou rejeitar de forma definitiva as hipóteses. Segundo podemos observar na Figura2, todas estas variáveis mostraram-se não significativas, sendo excluídas da regressão, rejeitando definitivamente as hipóteses, H1, H2, H3, H4, H5, H6 e também H7(b).

Figura 2

¹ O bloco 0 (zero) corresponde à categoria que utiliza recursos externos, enquanto o bloco 1 (um) corresponde à categoria que não utiliza recursos externos sob nenhuma de suas formas, ou seja, utiliza 100% de capital próprio.

Variables not in the Equation

			Score	df	Sig.
Step 1	Variables	TAMANHO	,385	1	,535
		GÊNERO	,015	1	,901
		TPO_EMPR	,268	1	,604
		SÓCIOS	,004	1	,948
		HRS_EMPR	,001	1	,976
		HRS_FAMI	,445	1	,505
		CHANCES1	,311	1	,577
		CHANCES2	,695	1	,404
		FAC1_1	1,600	1	,206
		Overall Statistics		3,820	9

6. Considerações Finais

Apesar dos inúmeros trabalhos que abordam o tema das decisões de estrutura de capital nas empresas, poucos o fazem sob a ótica das MPEs. A ênfase é dada às grandes empresas ou corporações que apresentam uma realidade completamente distinta das MPEs, principalmente porque têm acesso ao capital acionário e a tomada de decisões está diluída e não concentrada na figura do proprietário-gestor, como é o caso das MPEs. Ainda quando os trabalhos abordam a perspectiva das MPEs, aspectos importantes são negligenciados e observa-se um viés, baseado no argumento das dificuldades de acesso a recursos e de falta de informações.

A característica particular das MPEs da justaposição de propriedade-gestão faz com que as motivações do empresário, sejam variáveis importantes a serem incorporadas no estudo das decisões sobre estrutura de capital. Os objetivos que estes indivíduos têm para explorar suas empresas, são múltiplos e não passam necessariamente só por aspectos pecuniários. São objetivos de vida, que podem ir, desde a construção de um patrimônio para a família, até objetivos como desafio pessoal e estilo de vida.

São esses os aspectos abordados neste trabalho, onde se investigou a influência de alguns fatores motivacionais e demográficos sobre a composição da estrutura de capital de uma amostra de MPES de Fortaleza.

Os resultados estatísticos deste trabalho oferecem a confirmação da perspectiva da influência de fatores comportamentais (objetivos de vida do empresário) nas decisões de estrutura de capital da empresa. Da totalidade das variáveis examinadas; tamanho e idade da empresa, gênero do proprietário, número de sócios, capital humano, chances de sucesso e objetivos do empresário, que hipotetizamos como afetando as decisões entre uso de capital próprio e capital de terceiros, só uma, mostrou-se relevante como preditora da estrutura de capital. Esta variável, representativa das dimensões do desafio pessoal, relaciona-se com o uso exclusivo de capital próprio na composição de capital da empresa, o que é perfeitamente condizente com o estilo do empresário-artesão, fortemente motivado para fazer o que ele quer e ser seu próprio patrão. Este tipo de empresário evitaria o endividamento e a entrada de novos sócios como forma de se defender da dependência e da interferência de terceiros nos seus objetivos.

Esta pesquisa padece das limitações próprias de um estudo exploratório, uma amostra pequena escolhida por facilidade de acesso, portanto seus resultados não são representativos da generalidade das PMEs. Contudo, ela contribui no sentido de trazer a tona uma outra visão para o estudo da estrutura de capital das MPEs, uma visão mais em sintonia com a realidade que vivenciam as milhões de MPEs em nosso país.

7. Referências Bibliográficas

- BARTON, S., & GORDON, P. Corporate strategy: Useful perspective for the study of capital structure. **Academy of Management Review**, 12(1), p.67-75, 1987.
- BARTON, S. L., & MATTHEWS, C. H. Small firm financing: Implications from a strategic management perspective. **Journal of Small Business Management**, 27 (1), p.1-7, 1989.
- BERGER, A. N., e G. F. UDELL. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. **Journal of Banking and Finance**, 22, p.873-897, 1998.
- CHAGANTI, R., DECAROLIS, D., DEEDS, D., Predictors of capital structure in small ventures. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, 20.n2, p.7(12), 1995.
- CORRAR, L., PAULO, E., DIAS FILHO, J.: **Análise Multivariada**. São Paulo, Atlas, 2007.
- GITMAN, L.W.; **Princípios de Administração Financeira**, 10ª edição. São Paulo. Addison Wesley, 2004.
- HAIR J.F.; ANDERSON R.E.; E OUTROS. **Análise Multivariada de Dados**. Bookman, 2005.
- HALL, G., HUTCHINSON, P., MICHAELAS, N. Industry Effects of the Determinants of Unquoted SME's Capital Structure. **International Journal of the Economics of Business** 7(3), p.297-312, 2000.
- HARRIS, M., RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v.XLVI, n.1, p.297-355, Mar 1991.
- KORKEAMAKI, T., RUTHEFORD, M. Industry Effects and Banking Relationship as Determinants of Small Firms Capital Structure Decisions. **Gonzaga University**, p.1-22, 2006.
- KOTEY, B. Debt Financing and Factors Internal to the Business. **International Small Business Journal** 17.3, pp. 2, 1999.
- MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- MARTINS, G. **Estatística geral e aplicada**. 2.ed., São Paulo, Atlas, 2002.
- MCMAHON, R., STANGER, A Understanding the small enterprise financial objective function. **Entrepreneurship: Theory and Practice** 19.n4,pp.21-39, 1995.
- MEDEIROS, O; DAHER, E.. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, vol.12, no.1, p.177-199, 2008.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. **American Economic Review** 48, 261-297, 1958.
- MYERS, Stewart C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance** 39(3), 575-592, 1984.
- PEÑALOZA V. GUERRA, D. Uso das Técnicas de Orçamento de Capital em Empresas de Fortaleza. Um estudo exploratório. . In: **Anais do XXVI Encontro Nacional de Engenharia da Produção-ENEGEP**, 2006, Fortaleza, 2006.

ROMANO, C. A., G. A. TANEWSKI, AND K. X. SMYRNIOS. Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business. **Journal of Business Venturing** 16(3), 285-310, 2001.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE .J.F.; **Administração Financeira (Corporate Finance)**. São Paulo. Atlas, 1995.

SEBRAE. **Financiamento de MPEs no estado de São Paulo**. São Paulo: SEBRAE 2006, 20p. Disponível em:
<http://www.sebraesp.com.br/principal/conhecendo20a20mpe/estudos20temáticos/financiamento_mpe.aspx>. Acesso em: 14 fev. 2008.