



Revista Universo Contábil

ISSN: 1809-3337

universocontabil@furb.br

Universidade Regional de Blumenau  
Brasil

de Oliveira Santos, Andréia; Tavares Ribeiro, Nelha Maura; Castro Silva, Wendel Alex;  
Alves de Oliveira Melo, Alfredo

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DE PEQUENAS EMPRESAS DA  
REGIÃO METROPOLITANA DE BELO HORIZONTE

Revista Universo Contábil, vol. 12, núm. 2, abril-junio, 2016, pp. 80-95

Universidade Regional de Blumenau  
Blumenau, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=117046856006>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica

Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal

Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 12, n. 2, p. 80-95, abr./jun., 2016

doi:10.4270/ruc.2016215  
Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## **DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DE PEQUENAS EMPRESAS DA REGIÃO METROPOLITANA DE BELO HORIZONTE<sup>1</sup>**

### ***DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF SMALL BUSINESS OF METROPOLITAN REGION OF BELO HORIZONTE***

### ***DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS PEQUEÑAS EMPRESAS DE LA REGIÓN METROPOLITANA DE BELO HORIZONTE***

#### **Andréia de Oliveira Santos**

Mestre em Administração e professora do  
Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais – CEFETMG  
Endereço: Av. Amazonas, 5253  
CEP: 30.421-169 – Belo Horizonte, MG – Brasil  
E-mail: [andreiasantos@dcsa.cefetmg.br](mailto:andreiasantos@dcsa.cefetmg.br)  
Telefone: +55 (31) 3319-6867

#### **Nelha Maura Tavares Ribeiro**

Mestranda em Administração pela UFMG  
Professora da do Centro Universitário UNA  
Avenida Juscelino Kubitschek, 229 - Centro  
CEP: 32553-140 - Betim, MG - Brasil  
E-mail: [nelha@yahoo.com](mailto:nelha@yahoo.com)  
Telefone: +55 (31) 3297-5442

#### **Wendel Alex Castro Silva**

Doutor em Administração  
Professor e pesquisador da Faculdade Novos Horizontes - FNH  
Endereço: Rua Alvarenga Peixoto, 1270  
CEP: 30180-121 – Belo Horizonte, MG – Brasil  
E-mail: [wendel.silva@unihorizontes.br](mailto:wendel.silva@unihorizontes.br)  
Telefone: +55 (31) 3292 7380

#### **Alfredo Alves de Oliveira Melo**

Doutor em Ciências das Organizações  
Professor da Faculdade Novos Horizontes - FNH  
Endereço: Rua Alvarenga Peixoto, 1270  
CEP: 30180-121 – Belo Horizonte, MG – Brasil  
E-mail: [sec-diretoria@unihorizontes.br](mailto:sec-diretoria@unihorizontes.br)  
Telefone: +55 (31) 3292 7380

<sup>1</sup>Artigo recebido em 13.07.2015. Revisado por pares em 26.05.2016. Reformulado em 20.07.2016. Recomendado para publicação em 23.07.2016 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 27.08.2016. Organização responsável pelo periódico: FURB.

## RESUMO

O objetivo desse estudo consiste em identificar os fatores determinantes de estrutura de capital de micro e pequenas empresas da região metropolitana de Belo Horizonte. A metodologia caracteriza-se como descritiva, quantitativa, de campo, com corte transversal e amostra não probabilística. O questionário fechado foi distribuído em 350 EPPs das cidades de Betim e Belo Horizonte, tendo o retorno de 183 questionários devidamente preenchidos. Os dados coletados foram tabulados e submetidos a técnicas de análise descritiva uni e multivariada com o auxílio do *software SPSS (Statistical Package for the Social Science)*. Como resultado, percebeu-se que as empresas analisadas apresentam índices baixos de endividamento, no curto ou no longo prazo, com restrições ao uso da dívida (optando pela utilização de capital próprio, negociação de fornecedores), mas não eximindo a utilização de financiamentos provenientes de bancos governamentais e ou privados. Verificou-se uma tendência à utilização da teoria *Pecking Order*. Evidências de correlação foram encontradas somente na variável “tipo de garantia da empresa” com a “meta de endividamento”.

**Palavras-chave:** Empresas de Pequeno Porte. Estrutura de Capital. Financiamentos. Fatores Determinantes.

## ABSTRACT

The aim of this study is to identify the determinants of the capital structure of small businesses in the metropolitan region of Belo Horizonte. The methodology is descriptive by application of a survey cross-sectional with non-probability sample. The project received a total of 183 completed questionnaires out of the 350 which were distributed. Data was tabulated and submitted to descriptive analysis techniques univariate and multivariate with the SPSS software (Statistical Package for Social Science). As a result, it was identified that the analyzed companies have low debt ratios in the short and long term with restrictions on the use of debt (opting for use of equity trading suppliers) but not exempting the use of funding from government and private banks. It was also verified a tendency to use the Pecking Order theory. Correlation evidence was only found in the variable "type of collateral the company" with the debt target.

**Keywords:** Small Businesses. Capital Structure. Financing. Determinants Factors.

## RESUMEN

El objetivo de este estudio es identificar los factores determinantes de la estructura de capital de las pequeñas empresas en la región metropolitana de Belo Horizonte. La metodología se caracteriza por ser descriptiva, cuantitativa, campo, transversal y muestra no probabilística. El cuestionario se distribuyó a 350 micro y pequeñas empresas en las ciudades de Betim y Belo Horizonte, y el regreso de 183 cuestionarios completados. Los datos fueron tabulados y sometidos a técnicas de análisis descriptivos univariantes y multivariantes con el software SPSS (*Statistical Package for the Social Science*). Como resultado, se ha notado que las empresas analizadas tienen bajos ratios de deuda en el corto o largo plazo, con restricciones en el uso de la deuda (uso de capital propio o proveedores comerciales), pero no exime a la utilización de los fondos de la banca oficial o privada. Hubo una tendencia a utilizar la teoría *Pecking Order*. La señal de correlación sólo se encuentra en la variable "tipo de garantía de la empresa" con el “objetivo de deuda”.

**Palabras clave:** Pequeñas empresas; Estructura de Capital; Financiación; Factores Determinantes.

## 1 INTRODUÇÃO

Na busca por fontes de recursos que proporcionem maior retorno nos projetos de investimentos, as empresas, na pessoa de seus gestores, recorrem a várias fontes de financiamentos. Essa combinação de dívidas, patrimônio próprio e outros instrumentos de financiamento, utilizados pela empresa é denominado estrutura de capitais (MERTON; BODIE, 2002). Essa temática ganhou relevância na área de finanças após a publicação do artigo de Modigliani e Miller intitulado *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* (MM, 1958) (LELAND, PYLE, 1977; MYERS, 1984; TITMAN, WESSELS, 1988), ao contestar a teoria tradicional de Durand (1952), que defendia haver uma combinação ótima de dívida e capital próprio para maximizar o valor da empresa.

Não obstante, MM (1958) contribuíram à teoria de finanças apontando em que as circunstâncias da decisão sobre a estrutura de capital seria irrelevante. Mas, após inúmeras críticas ao modelo (DURAND, 1959; SOLOMON, 1963; WESTON, 1963, entre outros), os autores, publicaram, em 1963, uma revisão do artigo anterior, concluindo que o Imposto sobre a Renda influencia na estrutura de capital devido ao benefício tributário abrindo novas possibilidades de estudos, ideias e críticas a respeito do tema.

O modelo de MM (1958, 1963) proporcionou, ainda, subsídios à elaboração de outras teorias sobre a temática, quais sejam: *Static Trade Off* (relação direta entre lucro e alavancagem financeira), Custos de Falência (o custo ligado à falência sobre o valor da empresa), *Pecking Order* (POT – as empresas obedeceriam a uma hierarquia de fontes de financiamento), Assimetria de Informação (distribuição de dividendos como sinalização sobre as pretensões das empresas), Custos de Agência (o custo dos benefícios dos gestores e a ampliação de sua participação acionária) e *Market Timing* (as empresas tendem a utilizar as fontes segundo os custos, visando ganhos com flutuações do mercado) (ROSS, 1977; DEANGELO, MASULIS, 1980; MYERS, MAJLUF, 1984; JENSEN, 1986; BAKER, WURGLER, 2002; ROSS, WESTERFIELD, JAFFE, 2009).

Ante as diferentes abordagens sobre a estrutura de capital, os seus fatores determinantes receberam atenção nas pesquisas de Donaldson (1969); Myers (1984); Leland e Pyle (1977); Barton e Gordon (1987, 1988); Titman e Wessels (1988); Harris e Haviv (1991); Perobelli e Famá (2002); Sobreira, Rente e Figueiredo (2005) ao analisarem a relevância das decisões de financiamentos, pautadas na competitividade, flexibilidade e sobrevivência no mercado. Os resultados apresentados sugerem que a problemática está longe de ser resolvida, enfatizando a necessidade de prosseguir nas investigações (CORREIA, 2006).

Por outro lado, a maioria desses estudos têm-se debruçado em grandes empresas, de capital aberto, devido ao fato de essas possuírem um histórico de registros e demonstrações contábeis divulgadas em grandes bases de dados, o que facilita imensamente o desenvolvimento das pesquisas, dando pouca atenção às pequenas e médias empresas (JORDAN, LOWE, TAYLOR, 1998; CORREIA, 2006; BURKOWSKI, PEROBELLI; ZANINI, 2009), motivada, muitas vezes, pela dificuldade de acesso às informações. Destacam-se, entre eles, Jordan, Lowe e Taylor (1998), Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1998), Antonialli e Oliveira (2004), Nobre, Guimarães e Camara (2006), Correia (2006), Burkowski, Perobelli e Zanini (2009), Vieira e Novo (2010).

No Brasil, o número de empresas de pequeno porte (EPPs) abertas é superior àquelas abertas nos Estados Unidos e na Europa (ÉSTHER, PACO-CUNHA, SANÁBIO, 2006). Um levantamento realizado pelo Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE, 2012) apontam que as micro e pequenas empresas correspondem a 99% do total das empresas do Brasil. No entanto, cerca de 27% dessas fecham no primeiro ano de atividade. Por parte do governo, percebe-se certo incentivo às EPPs devido a possibilidade de geração de emprego e renda (LEMES JÚNIOR, PISA, 2010). Já no campo acadêmico, aumentar investigações sobre a estrutura de capital em EPPs torna-se irrefutável, pois o

endividamento das EPPs é evidenciado como causa de mortalidade (BURKOWSKI, PEROBELLI, ZANINI, 2009).

Há um argumento que o grau de alavancagem financeira impõe às empresas restrições à obtenção de novas dívidas, devido as questões contratuais estabelecidas pelos credores, comprometendo e reduzindo a atuação gerencial no uso de recursos nas empresas (JENSEN, 1986) o que pode influenciar sobremaneira a realidade das EPPs. Além disso, pode-se verificar que existe uma dissonância em relação à expectativa de crescimento, o nível de endividamento suportado e os financiamentos desejados dessas empresas, alvo do estudo. Assim, a pergunta norteadora da investigação é: quais os fatores determinantes de estrutura de capital de micro e pequenas empresas da região metropolitana de Belo Horizonte?

Em resposta à pergunta, além da relevância do tema e com a intenção de colaborar para o aumento das pesquisas abordando a realidade das EPPs, este estudo visa **identificar os fatores determinantes de estrutura de capital de micro e pequenas empresas da região metropolitana de Belo Horizonte**.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Um dos principais temas discutidos em finanças é a estrutura de capital. Nas últimas décadas, as discussões sobre essa temática vêm se intensificando. Contudo, não há um consenso entre a existência ou não de uma estrutura ideal. Por esse motivo, o referencial teórico apresentará, sucintamente, algumas teorias e o resultado de pesquisas realizadas em EPPs.

### 2.1 Algumas Teorias Clássicas sobre a Estrutura de Capital

Em 1952, Durand buscou de forma analítica, discutir em seu artigo “*Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*”, duas perspectivas teóricas, afim de medir o impacto da estrutura de capital no valor da empresa, quais sejam:

- *Net Income Method – NI Method*: a totalidade do risco inerente às ações de uma empresa permanece a mesma, independentemente da capitalização, sendo irrelevante os custos de capitais próprios ou de terceiros para a estrutura de capital e;
- *Net Income Operation Method – NOI Method*: nessa abordagem a estrutura de capital influencia o valor da empresa. A essência dessa abordagem é que o custo da dívida matém-se estático até determinado nível de endividamento.

Para o autor o *NI Method* tem uma visão muito otimista sobre os riscos incorridos em empréstimos de negócio e o *NOI Method* tem uma visão mais sóbria, já que naquele o custo da dívida é menor e o aumento do peso do endividamento será compensado com o aumento dos custos de financiamento, resultando em um custo médio poderado de capital constante e, nesse, a empresa deveria contrair a dívida até o ponto em que o custo de capital atinja um patamar mínimo, apresentando uma estrutura ótima de capital, elevando assim, a maximização do valor da empresa (DURAND, 1952).

Contestando a visão tradicionalista sobre estrutura ótima de capital, baseando-se em um mercado perfeito, Modigliani e Miller (MM, 1958), construíram três proposições:

Proposição I: o valor de mercado de qualquer empresa independe da sua estrutura de capital, sendo este valor pautado na capitalização de retornos esperados a uma taxa  $P_k$  adequada à sua classe. A proposição ainda destaca que o custo médio de capital para qualquer firma é completamente independente da sua estrutura de capital;

Proposição II: afirma que a rentabilidade de uma empresa endividada iguala-se à taxa de capitalização de uma empresa sem dívida dentro de uma mesma classe, adicionada a um prêmio de risco proporcional ao endividamento. Em suma, a forma como a empresa compõe

sua estrutura de capital, mesmo na presença de juros, será irrelevante para o cálculo do custo médio de capital. Desse modo, a proposição II é considerada a consequência da proposição I;

Proposição III: ressalta a não existência do custo de agência. Neste contexto, os projetos de investimentos serão aceitos pelos gestores a uma taxa de retorno igual ou maior que a expectativa de retorno dos acionistas, independente do financiamento utilizado. Portanto, essa proposição se constitui uma constituição das anteriores demonstrando que a política de financiamento é irrelevante para estrutura de capital.

Após receberem diversas críticas sobre o seu modelo (DURAND, 1959; SOLOMON, 1963; WESTON, 1963, entre outros), MM (1963) revisaram algumas questões no modelo proposto e concluíram que o imposto sobre a renda pago pela empresa influencia na estrutura de capital devido ao benefício tributário pela dívida (MM, 1963). Com isso, a distância entre suas proposições e a visão da teórica tradicional foram reduzidas com algumas diferenças, já que em 1958, MM fizeram uma incursão sobre os efeitos dos impostos na estrutura de capitais da empresa, concluindo que a presença de impostos não alteraria a estrutura de capital, indicando que as empresas deveriam apresentar o maior grau de alavancagem possível.

Apesar de toda controvérsia, ante ao referido estudo sobre a irrelevância da estrutura de capital, as proposições de Modigliani e Miller (1958, 1963) contribuíram para o surgimento de novas teorias baseadas em algumas imperfeições do mercado.

Na teoria de *Static Trade Off* ao ponderar as vantagens e desvantagens de se procurar uma estrutura ótima de financiamento, busca-se uma relação direta entre lucro e alavancagem financeira (quanto maior o lucro, maior o benefício fiscal). Myers (1984) destaca que a utilização de capital de terceiros apresenta dois efeitos opostos: o benefício fiscal (positivo) e o custo de falência (negativo), pelo qual é possível determinar uma estrutura de capital que otimize a relação custo/benefício na perspectiva de maximizar o valor da empresa. No entanto, a premissa de que as empresas poderão utilizar o benefício fiscal é irrealista para muitas empresas, devido às deduções de despesas como amortização, depreciação, contribuições para fundo de pensões, os quais reduzem o lucro tributável (DEANGELO, MASULIS, 1980). Além disso, o próprio fator de benefício gerado em cada economia é algo a ser observado em detrimento das diferentes legislações. Já o custo de falência está intimamente ligado ao excesso de endividamento, à alta taxa de retorno exigida pelos investidores frente à alavancagem financeira (BAXTER, 1967), não se esquecendo dos custos associados à falência propriamente dita, geralmente classificados na literatura de finanças como diretos e indiretos (BRIGHAM, HOUBTON, 1999).

Ao desenvolverem os estudos da Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) foram além analisando o comportamento da gerência do ponto de vista dos investidores, dos custos de agência e da estrutura de capital. Segundo os autores, uma das maneiras de reduzir o conflito de interesses (acionistas e gestores) está assentado no endividamento. Se por um lado, a obrigação contratual assumida pela empresa incentiva os gestores a fazerem um bom trabalho, tomando decisões acertadas, diminuindo as regalias e evitando assim a falência da empresa, por outro lado minimizar o *cash-flow* disponível, atenua o poder discricionário da gestão.

Stiglitz (1970), Leland e Pyle (1977), Ross (1977) e Harris e Haviv (1991) deram ênfase à questão da assimetria de informações para explicar a estrutura de capital nas empresas. Segundo os autores, não há uma distribuição uniforme de informações entre os gestores e investidores, ao pressupor que os gestores detêm mais informações que os investidores, podendo utilizar-se destas para elevar o desempenho da empresa.

Donaldson (1969), por sua vez, iniciou os estudos sobre as origens das fontes de financiamento, sendo esta, posteriormente aprimorada e aplicada à área de finanças por Myers e Majluf (1984), culminando na teoria da *Pecking Order Theory* (POT) A POT visa explicitar

uma ordem nas fontes de captação de recursos utilizadas pelas empresas, onde os gestores buscariam tais fontes respeitando uma ordem de preferência, qual seja: 1) lucros retidos; 2) dívida e; 3) emissão de novas ações. Essa teoria surgiu a partir da assimetria de informação. Myers e Majluf (1984) explicam que as decisões de investimentos são fortemente influenciadas pelas decisões de financiamento, principalmente quando os gestores detêm mais informações que os investidores sobre o valor do ativo da empresa.

Na teoria do *Market Timing*, as empresas tendem a buscar oportunidades no mercado, ao utilizar capital próprio ou de terceiros, visando a obtenção de ganhos devido às flutuações do risco sistêmico (BAKER, RUBACK, WUGLER, 2002). Para os autores os administradores definem a estrutura de capital de acordo com o momento ou com a oportunidade, emitindo dívidas somente no momento apropriado. Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005), por sua vez, entendem que o sucesso da empresa depende diretamente do custo que ela incorre para o financiamento de seus projetos. Geralmente os riscos de um projeto são os mesmos enfrentados para os outros ativos da empresa, suportando a mesma fração de dívida da estrutura geral. No entanto, o custo pode ser afetado por diversas variáveis sistêmicas, como oferta, demanda, inflação na economia e oscilações de mercado.

A maioria das pesquisas empíricas sobre estrutura de capital tiveram como alvo de investigação as grandes empresas, em face da divulgação de grandes bases de dados. Ainda assim, alguns autores vêm se dedicando ao estudo da estrutura de capital em EPPs, como relatado a seguir.

## **2.2 Resultados de Pesquisas Empíricas Desenvolvidas em Pequenas e Médias Empresas**

Aplicar as teorias clássicas de estrutura de capitais em PMEs, é possível. Michaelas *et al.* (1998), apontaram a existência de questões relativas à teoria de *pecking order* e assimetria de informações ao estudar os fatores que influenciam a estrutura de capital em pequenas empresas britânicas. Resultado semelhante foi encontrado na pesquisa de Correia (2006) ao estudar os determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas, evidenciou-se a hierarquização, ao buscar financiamento externo quando o financiamento interno se torna insuficiente. Vieira e Novo (2010), também estudaram o comportamento das PMEs portuguesas no que diz respeito a sua estrutura de capital. A sequência seguida pelas empresas analisadas foram: o autofinanciamento, o financiamento externo e em última instância aumento de capital.

A teoria de hierarquização, também foi encontrada na investigação de Nobre, Guimarães e Câmara (2006), ao buscar analisar os níveis de endividamento das pequenas empresas brasileiras e seus fatores determinantes. Para a realização da pesquisa os autores utilizaram uma amostra de 25 empresas. Os resultados indicam que a teoria de capital aplicada às EPPs não condiz com aquele referente às grandes empresas, pois há, neste caso, restrições ao uso da dívida e preferência na utilização de recursos próprios. Como resultado o nível de endividamento das EPPs pesquisadas chegam a número próximo de zero: 40% das empresas não possuíam nenhum tipo de dívida e 80% não possuíam dívida de longo prazo.

Ao buscar identificar e caracterizar a estrutura de capital das empresas do sul de Minas Gerais, Antonialli e Oliveira (2004), utilizaram uma amostra de 69 empresas agroindustriais, tendo como instrumento de coleta de dados um questionário estruturado. Os autores perceberam que as pequenas empresas não utilizam da estrutura ótima de capital para geração de valor para o negócio. Diferente de alguns estudos internacionais (MICHAELAS *et al.*, 1998; VIEIRA, NOVO, 2010) em que os resultados indicam uma preferência pela utilização de capital próprio em detrimento ao capital de terceiros, devido às altas taxas do mercado. Para os autores as decisões financeiras, das empresas pesquisadas, estão mais

relacionadas às oportunidades do mercado do que a uma combinação ótima de dívidas e capital próprio (ANTONIALLI, OLIVEIRA, 2004), corroborando com a teoria de *market timing*.

Burkowski, Perobelli e Zanini (2009) buscaram determinar as características desejadas de financiamento e a relação entre atributos da empresa (ou do gestor) como os financiamentos desejados de EPPs brasileiras. Para tanto, analisaram a estrutura de capital de 99 EPPs, dados também obtidos por meio de questionário estruturado. Os resultados da investigação apontaram o custo como o fator mais importante na escolha do financiamento, seguido de instrumento, condições e garantia, evidenciando aspectos relativos à teoria de *pecking order* e adequação de outras teorias de estrutura de capital, resultado este encontrado em outros estudos (MICHAELAS *et al.*, 1998; NOBRE, GUIMARÃES, CÂMARA, 2006; SILVA *et al.*, 2014; PEREIRA *et al.*, 2015).

Peñazola e Figueiredo (2011) estudaram a influência de alguns fatores motivacionais e demográficos sobre a composição da estrutura de capital de micro e pequenas empresas (PMEs) do município de Fortaleza. Confirmou-se a influência desses fatores nas decisões de estrutura de capital das empresas. Especialmente a variável representativa das dimensões do desafio pessoal relaciona-se com o uso exclusivo de capital próprio na composição de capital.

Lima *et al.* (2012) buscaram propor um modelo, utilizando a Metodologia Multicritério de Apoio à Decisão (MCDA), que auxiliasse o gestor financeiro de PMEs na seleção da estrutura de capital mais apropriada à empresa. Os resultados indicaram ser o modelo efetivo, ajudando na avaliação de cada determinante da estrutura de capital.

Forte, Barros e Nakamura (2013), buscaram investigar os determinantes da estrutura de capital de 19.000 pequenas e médias empresas brasileiras (PME), utilizando um banco de dados único por um período de 13 anos. Como resultados, os autores encontraram fortes evidências de que a rentabilidade está negativamente relacionada com alavancagem, e o crescimento dos ativos está positivamente relacionada com a alavancagem. Ambos os resultados são consistentes com a teoria de hierarquia da estrutura de capital e sugerem que as PME tendem a financiar a sua expansão com recursos de terceiros só depois de esgotar os seus recursos internos. Além disso, encontrou evidências mais fracas de que o tamanho da empresa está positivamente relacionada com a alavancagem, o que pode ser interpretado como evidência de que as grandes empresas têm mais acesso aos mercados de crédito; as PME mais arriscadas tendem a ser menos alavancadas, de acordo com os argumentos de custos de falência das teorias de *trade-off*; e a idade da firma é negativamente relacionada com a alavancagem financeira, o que sugere que as PME mais velhas podem ser um pouco mais conservadoras em suas escolhas de financiamento. Finalmente, a pesquisa também aponta que a magnitude do coeficiente de alavancagem defasada mostra a elevada persistência desta variável e é compatível com a hipótese de que as PME ajustam a sua relação dívida/capital próprio para um valor-alvo, embora em uma baixa velocidade.

Silva *et al.* (2014) buscaram identificar como as EPPs situadas na cidade de Itabira-MG, financiam seus projetos de investimentos no curto e no longo prazo. Com uma amostra de 200 empresas e aplicando um questionário estruturado, os resultados demonstraram que as EPPs possuem baixos índices de endividamento, optando pela utilização de capital próprio, recorrendo, quando preciso, a amigos, familiares ou aos próprios fornecedores, no lugar de empréstimos bancários, culminando na teoria de hierarquização das fontes de financiamento, resultado também encontrado na maioria dos estudos analisados (MICHAELAS *et al.*, 1998; NOBRE, GUIMARÃES, CAMARA, 2006; BURKOWSKI, PEROBELLI, ZANINI, 2009, VIEIRA, NOVO, 2010).

Pereira *et al.* (2015) procurou identificar os determinantes da estrutura de capital das PME do Vinho Verde-Portugal e como essas podem influenciar o seu nível de endividamento. Pautados em um modelo de regressão linear múltipla, os autores analisaram 13 PME no



período de 2003 a 2012. Como resultado, os determinantes que melhor explicam a estrutura de capital das empresas analisadas são a rentabilidade, a tangibilidade do ativo, a dimensão, a liquidez geral, os benefícios fiscais além da dívida e o risco. Os autores também concluem que a teoria *trade-off* e a teoria *pecking order* não devem ser consideradas isoladamente para explicar a estrutura de capital das PME do Vinho Verde, resultado semelhante encontrado por Matias, Baptista e Salsa (2015).

Ao investigar os determinantes da estrutura de capital de 1.488 PME portuguesas pertencentes à indústria transformadora, Matias, Baptista e Salsa (2015) apontaram que as PME de maior dimensão parecem utilizar mais dívida e as que dispõem de menos ativos necessitam de contrair mais dívida de curto prazo. As empresas mais rentáveis tendem a utilizar menos dívida de longo prazo. Por sua vez, as PME têm dificuldade em financiar o seu crescimento com dívida de médio e longo prazo. Ao contrário do previsto, observou-se uma relação positiva entre a especificidade dos ativos, entendida como a estrutura tecnológica da produção e o endividamento. As PME mais antigas tendem a apresentar estruturas de capital menos endividadas, como apresentado no estudo de Forte, Barros e Nakamura (2013). Os autores também puderam perceber que a crise financeira impactou na forma de financiamento das PME.

Ressalta-se que a maioria das pesquisas citadas foi realizada com uma amostra pequena. Além disso, devido às características das empresas pesquisadas, a aplicação de questionário constituiu o principal método utilizado para coleta de dados. Similaridades foram encontradas nos resultados, em que o custo do capital constitui-se um dos principais fatores determinantes para a escolha do meio de captação de recursos, seguido de instrumentos e garantias. As pesquisas indicaram que as empresas normalmente optam pela utilização de capital próprio em detrimento da obtenção de dívidas, devido ao custo do financiamento e aos conflitos gerados por elas.

### 3 METODOLOGIA

Metodologicamente a pesquisa caracteriza-se como quantitativa, descritiva (COLLIS, HUSSEY, 2005; COOPER, SCHINDLER, 2011), de campo com aplicação de uma *survey* de corte transversal (SAMPIERI, COLLADO, LÚCIO, 1991), com amostragem estatística não-probabilística (COOPER, SCHINDLER, 2011), tendo como alvo as micro e pequenas empresas alocadas nas cidades de Betim e Belo Horizonte, pautado no critério de acessibilidade conforme classifica Vergara (2010).

Para a coleta de dados utilizou-se um questionário estruturado utilizado na pesquisa Silva *et al.* (2014) contendo 40 questões, sendo 23 relacionadas ao perfil das empresas, 10 relacionadas ao tipo de financiamento utilizado e 7 ao tipo de financiamento desejado (Tabela 1). A pesquisa pode ser considerada de campo, pois, os questionários foram entregues, pessoalmente, em outubro de 2014 junto aos gestores e proprietários. Num total de 350 questionários distribuídos, obteve-se o retorno de 183 devidamente preenchidos, os quais foram utilizados para análise.

Os dados coletados foram tabulados e submetidos a técnica de análise descritiva a partir da análise de frequência. As questões foram analisadas à luz da situação das empresas em termos de endividamento no momento da pesquisa, e comparando-a em relação às expectativas sobre o nível de endividamento. Além disso, buscou evidenciar diferentes fatores que se relacionavam com as fontes de financiamento, no momento atual, na data da pesquisa, em relação ao valor suportado pelas empresas, e finalmente, o que deveria ser esperado por meio de metas estabelecidas, caso existissem a necessidade de alteração na estrutura de capital. Ou seja, se alguns desses fatores se correlacionam, positivamente ou negativamente aos efeitos sugeridos pelas proposições de estrutura de capital.

Para tanto, foi empregada a estatística bivariada (HAIR JR. *et al.*, 2005) com o auxílio do *software SPSS (Statistical Package for the Social Science)*. Nessa análise, especificamente, buscou analisar se as variáveis endividamento atual (dívidas vivenciadas pelas empresas diariamente), endividamento suportado (dívidas que as empresas podem custear além das já existentes) e meta de endividamento (dívidas futuras) estão associadas ou se relacionam linearmente com as seguintes variáveis: idade da empresa; tamanho da empresa; expectativa de crescimento; tempo de carreira dos sócios (caso haja) e tipo de garantia da empresa. Para tanto, aplicou-se o teste de correlação de Pearson. Assim, para determinar se as associações são estatisticamente significativas, utilizou-se um nível de significância sobre três possíveis resultados, atribuindo-se baixos valores de alfa que variaram de 1% a 10% (teste p-valor < risco alfa).

#### 4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A descrição das características das 183 empresas pesquisadas foi realizada por meio da análise univariada a fim de determinar o perfil geral dos objetos de estudo. O primeiro fator avaliado foi o setor de atuação da empresa. O setor de comércio agrega a maioria das empresas (70,5%), seguido pelo setor de serviços (18,6%) e pelo setor industrial (9,8%), sendo que das 183 empresas duas não mencionaram o seu seguimento. Quanto a constituição jurídica, 41,5% enquadram-se como empresários individuais, 53% como sociedades empresária limitada, 2,2% como sociedade anônima de capital fechado. No que se refere ao regime de tributação, vale ressaltar que 9 empresas não opinaram. Assim, 73,2% das empresas são optantes pelo Simples, 12,6% são tributadas pelo lucro presumido e 8,2% pelo lucro real. A maioria das empresas possuem mais de 10 anos de mercado (35,5%) e há uma concentração de empresas relativamente novas entre 1 a 5 anos (26,8%) e até 10 anos (19,7%), sendo que nesse ponto 7 empresas não se manifestaram.

No que se refere ao número de empregados, 65% da amostra possuem até 10 funcionários e 15,3% entre 11 e 50 funcionários, enquanto somente 6% possuem entre 51 e 100 funcionários, 5,5% mais de 100 funcionários e 8,2% não possuem funcionários.

Quanto ao faturamento anual, 20,8% estão em base pré-operacional, ou seja, possuem menos de 1 ano de existência, 26,2% faturam em média até R\$ 120 mil, 29,5% auferem uma receita bruta entre R\$ 120 mil e R\$ 1 milhão e 16,4% faturam entre R\$ 1 milhão e R\$ 3,6 milhões anualmente e 7,1% (13 empresas) não se manifestaram. Diante disso, a expectativa de crescimento anual dessas empresas está concentrada em 5% ao ano (26,8%), outras em até 10% ao ano (20,2%) e até 20% ao ano (18,6%). Apenas 8,7% das empresas em questão esperam um crescimento anual acima de 20% e uma porcentagem considerável, 21,3% não tem expectativa de crescimento. Tal realidade é justificada já que 20,5% encontram-se em fase inicial da atividade. Contudo, 117 empresas (63,9%) pretendem fazer investimentos nos próximos anos para compras de estoque (20,2%), modernização da empresa (23%) e compras de equipamentos (13,15%).

Quanto a composição de endividamento atual das empresas pesquisadas, 27,3% está com endividamento em torno de 10%, enquanto para 19,1% este valor é de até 20% e para 14,2%, de até 50%. Vale ressaltar que em 51 empresas (27,9%) não obteve essa informação. Conclui-se, que as empresas pesquisadas possuem um baixo nível de endividamento, corroborando os estudos de Nobre, Guimarães e Câmara (2006) e Forte, Barros e Nakamura (2013).

Já os motivos que levam as referidas empresas se endividarem estão no financiamento do estoque (18%), no adiantando das vendas realizadas (17,5%) e na expansão da empresa (15,8%). No entanto, 6% das empresas não buscam financiamentos, tais investimentos são realizados pelos lucros gerados pela própria atividade, culminando com a teoria *pecking order*, resultado encontrado em vários estudos (MICHAELAS *et al.*, 1998;

NOBRE, GUIMARÃES, CÂMARA, 2006; BURKOWSKI, PEROBELLI, ZANINI, 2009, VIEIRA, NOVO, 2010; SILVA *et al.*, 2014).

Aquelas que utilizam-se de capitais de terceiros (124 empresas), o custo médio desse financiamento de curto prazo varia entre 1% a 3% de juros ao mês (39,9%) e uma parcela das empresas analisadas (13,7%) pagam em média mais de 10% de juros ao mês. Esses juros são pagos mediante negociação de prazos com fornecedores (34,4%), linhas de créditos bancários específicas para capital de giro das empresas (14,2%). A opção por esses tipos de financiamentos está assegurada pela facilidade de obtenção de financiamento (25,7%) e pela negociação no prazo de pagamento (23,5%). Fato interessante encontrado está no baixo nível de empréstimos conseguidos com familiares e ou amigos (3,8%) contrapondo o apresentado por Silva *et al.* (2014) em que os índices são mais elevados.

Quando se analisa a captação de financiamentos no longo prazo, somente 126 empresas (68,9%) manifestaram os tipos mais utilizados, sendo que 15,8% buscam empréstimos de bancos governamentais, 15,3% financiam-se por meio dos próprios fornecedores e 10,4% captam recursos em bancos privados, mas não em nome da empresa (pessoa jurídica) e sim em nome dos sócios (pessoas físicas).

Quando se avalia a estrutura de capital dessas empresas, a utilização de capital de terceiros concentra-se em menos de 20% (33,3%), sendo que 12,6% estão entre 21% a 50% e 12% entre 51% a 80% da estrutura geral. Ao verificar os prazos de pagamentos concedidos percebe-se que 48,1% (das 113 empresas que informaram tais dados) das empresas tem até 3 anos para quitarem seus financiamentos, com as taxas de juros variando entre 1% ao mês (25,7%) a 3% ao mês (16,4%), todavia, 6% dessas empresas pagam mais de 10% de juros ao mês.

A opção pelo financiamento de longo prazo está nas taxas cobradas e no sistema de garantia exigido (21,9%), por ser a única opção (14,8%), pela facilidade de obtenção desses recursos (10,9%), sem deixar de mencionar a influência do gerente do banco (7,7%) e o prazo para pagamento da dívida (7,1%). Tais resultados são similares aos encontrados em Antonialli e Oliveira, 2004, que relacionam a estrutura de capital às oportunidades apresentadas pelo mercado e não por uma busca de sua proporção ótima.

Vale destacar que as principais decisões, seja em nível operacional ou financeiro, são tomadas pelos administradores sem formação acadêmica (20,8%) e pelo sócio principal (20,8%), realidade explicada, uma vez que 41,5% são Micro Empreendedores Individuais (MEI). Neste contexto de tomadas de decisões 14 empresas não responderam. Esse resultado explica o porquê de 67,8% não utilizarem consultorias externa a fim de melhorar as práticas gerenciais ou desenvolver projetos de investimentos e do gerenciamento da empresa ser classificado como regular (50,8%). Tais resultados apontam que os fatores motivacionais também exercem influência na escolha da melhor estrutura como evidenciados nos estudos de Peñaloza e Figueiredo (2011).

Ao analisar a dívida máxima suportada pelas empresas, 23% suportam até 50%, 14,8% até 70% e 13,7% suportam no máximo 10%, o que leva a pressupor um certo conservadorismo ao utilizar altos níveis de capital próprio, sendo os recursos utilizados para novos financiamentos são recorrentes de lucros retidos, com uma expectativa variando entre 10% a 20% do valor investido e o total do investimento.

Contudo, 38,8% das empresas não possuem meta de endividamento. Cerca de 16,4% buscam 0% de dívidas, 10,4% buscam 50% de dívidas e apenas 4,4% buscam trabalhar 100% com capital de terceiros. Realidade apontada por MM (1958, 1963) como interessante já que teria o benefício das despesas financeiras ao se calcular o imposto de renda. Contudo, tais dados contradizem a teoria do *trade-off*. Ao comparar com o estudo realizado por Nobre, Guimarães e Câmara (2006), percebe-se uma crescente utilização de capital de terceiros.

Especificamente, buscou-se analisar se as variáveis endividamento atual (dívidas vivenciadas pelas empresas diariamente), endividamento suportado (dívidas que as empresas podem custear além das já existentes) e meta de endividamento (dívidas futuras) estão associadas ou sofrem influência das seguintes variáveis: idade da empresa; tamanho da empresa; expectativa de crescimento; tempo de carreira dos sócios (caso haja); tipo de garantia da empresa (equipamento e idade do equipamento), por meio do cálculo de correlação de Pearson. Assim, para determinar se as associações são estatisticamente significativas, utilizou-se um nível de significância sobre três possíveis resultados, atribuindo-se baixos valores de alfa que variaram de 1% a 10% (teste p-valor < risco alfa). Tais resultados são apresentados na TAB. 1:

**Tabela 1 – Correlação de Pearson nas variáveis do estudo**

Categorias	Variáveis	Correlação	P-valor
Endividamento Atual	Idade da Empresa	-0,108	0,233
	Tamanho da Empresa	-0,122	0,186
	Expectativa de Crescimento	-0,068	0,481
	Tempo de Carreira	-0,095	0,252
	Tipo de Garantia da Empresa	0,051	0,597
		0,254	<b>0,014**</b>
Endividamento Suportado	Idade da Empresa	0,142	0,122
	Tamanho da Empresa	-0,164	<b>0,060*</b>
	Expectativa de Crescimento	-0,076	0,434
	Tempo de Carreira	-0,150	<b>0,078*</b>
	Tipo de Garantia da Empresa	-0,085	0,395
		0,211	<b>0,057*</b>
Meta de Endividamento	Idade da Empresa	0,000	0,995
	Tamanho da Empresa	-0,008	0,927
	Expectativa de Crescimento	-0,004	0,957
	Tempo de Carreira	0,046	0,672
	Tipo de Garantia da Empresa	-0,175	<b>0,055*</b>
		0,074	0,423

Nota: Significância a 0,01\*\*\*; a 0,05\*\* e 0,10\*.

Fonte: Dados da pesquisa.

Desse modo, a não associação entre nível de endividamento, endividamento suportado e a idade da empresa é justificado pela relativa jovialidade das empresas analisadas, já que empresas mais tradicionais, ou seja, com maior tempo de mercado conseguem passar mais confiabilidade e transparência para o mercado. Tais resultados foram encontrados nos estudos de Peñazola e Figueiredo (2011)

A não associação entre o tamanho da empresa e nível de endividamento corrobora também com os estudos de Peñazola e Figueiredo (2011). Tal resultado também é justificado já que 20,8% estão em base pré-operacional. No que tange o endividamento suportado os resultados também rejeitam os achados por Nobre, Guimarães e Câmara (2006).

Verifica-se forte associação entre a idade das empresas e sua meta de endividamento. Empresas entre 5 e 10 anos (46,5%) e as empresas acima de 10 anos (35,5%) são mais conservadoras, não apresentando metas ousadas de endividamento. Por outro lado, empresas

com idade mais jovens são mais ousadas refutando a teoria tradicional e confirma os resultados apresentados nos estudos de Forte, Barros e Nakamura (2013).

Já o tipo de garantias das empresas, pela correlação de Pearson, foi vislumbrado no nível de endividamento atual e meta de endividamento. Àquelas que possuem tipos de garantias entre 1 a 10 anos (43,8%) suportam endividamentos maiores.

Verifica-se também leve associação entre a meta de endividamento e o tempo de carreira dos gestores. Administradores mais jovens (entre 1 e 5 anos de carreira – 30,1%) utilizam menores metas de endividamento, enquanto os mais experientes (acima de 10 anos de carreira – 29%) utilizam metas maiores (Meyers, 1984).

Assim, conforme disposto na TAB. 1, pôde-se observar a não significância na correlação das variáveis dependentes. Mas vale ressaltar que as algumas apresentaram sinais de correlação:

- “Endividamento Atual” se relaciona positivamente com “Tipo de Garantia da Empresa”. Pode-se inferir que, quanto maiores forem as possibilidades de garantias fornecidas pelas EPPs pesquisadas, maiores serão as possibilidades de se alavancarem em suas estruturas de capital.
- “Endividamento Suportado” se relaciona negativamente com “Tempo da empresa”. Pode-se inferir que, as empresas pesquisadas com mais experiência de mercado tende a ser mais conservadores na busca de novas dívidas.
- “Endividamento Suportado” se relaciona negativamente com “Tempo de Carreira”. Assim, tanto para a hipótese anterior, quanto essa, são fundamentais para compreender que empresas mais longevas com gerentes mais experientes tendem a ser mais conservadores na busca de novas dívidas.
- “Endividamento Suportado” se relaciona positivamente com “Tipo de Garantia da Empresa”. Pode-se inferir, do mesmo modo, que as EPPs dependem de garantias, para reduzir o nível de incerteza (assimetria de informação de Stiglitz) entorno da alavancagem em suas estruturas de capital. Isso é um fato importante para explicar, talvez, o porquê da hierarquia das fontes ser tão predominante nas pequenas empresas, já que, a falta de garantias, inibe a busca por novos financiamentos externos.
- “Meta de Endividamento” se relaciona com “Tipo de Garantia da Empresa”. E finalmente, a última relação também gera indícios sobre as expectativas de endividamento e a necessidade de garantias. Ou seja, o comportamento dos gestores são afetados pelas possibilidades de endividamento atuais.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao buscar identificar os fatores determinantes de estrutura de capital de micro e pequenas empresas da região metropolitana de Belo Horizonte, desenvolveu-se uma pesquisa quantitativa, descritiva, de campo, com corte transversal e amostragem não probabilística, pautado no critério de acessibilidade. Foram entregues, em mãos, 350 questionários aos donos ou administradores das EPPs das cidades de Betim e Belo Horizonte, em outubro de 2014, tendo o retorno de 183 questionários devidamente preenchidos, os quais foram tratados estatisticamente com auxílio de SPSS possibilitando uma análise descritiva uni e multivariada.

Os resultados apresentados corroboram como o pressuposto traçado na investigação, de acordo com os estudos analisados, ou seja, as empresas de pequeno porte apresentam índices baixos de endividamento, tanto no curto, quanto no longo prazo, possuindo restrições ao uso da dívida, optando pela utilização de capital próprio e negociação com os fornecedores. No entanto, há uma certa porcentagem de empresas que buscam empréstimos em bancos governamentais e privados. Divergência apresentada no estudo de Silva *et al.*

(2014) em que os maiores índices de empréstimos partem de familiares e amigos. Assim, a maioria dos resultados encontrados estão em harmonia com a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order*) (MICHAELAS *et al.*, 1998; NOBRE; GUIMARÃES; CÂMARA, 2006; BURKOWSKI; PEROBELLI; ZANINI, 2009, VIEIRA; NOVO, 2010; SILVA *et al.*, 2014).

Ao analisar as possíveis associações entre endividamento atual, endividamento suportado e meta de endividamento e as variáveis idade da empresa, tamanho da empresa, expectativa de crescimento, tempo de carreira dos sócios e tipo de garantia da empresa, pautando na correlação de Pearson, verificou-se forte associação entre a idade das empresas e sua meta de endividamento, resultado semelhante apresentado nos estudos de Forte, Barros e Nakamura (2013), em que quanto mais velha a empresa mais conservadora ela se torna, sendo que o contrário também foi observado. Todavia, não se verificou associação entre nível de endividamento atual, endividamento suportado e a idade da empresa. Essa realidade pode ser justificada pela relativa jovialidade das empresas analisadas. Empresas mais tradicionais, ou seja, com maior tempo de mercado conseguem passar mais confiabilidade e transparência para o mercado, conforme relatam Peñazola e Figueiredo (2011).

A não associação entre o tamanho da empresa e o nível de endividamento (atual e meta) também foram achados em Peñazola e Figueiredo (2011). Tal realidade é justificada por 20,8% das empresas estarem em base pré-operacional. Quanto ao endividamento suportado os resultados rejeitam os encontrados por Nobre, Guimarães e Câmara (2006) e por Matias, Baptista e Salsa (2015), em que empresas maiores tendem a suportar mais dívidas.

Já a associação entre o tipo de garantias das empresas com o nível de endividamento atual e meta de endividamento é justificada pela idade dos equipamentos, ou seja, ativos entre 1 a 10 anos suportam endividamentos maiores, corroborando também com os achados de Matias, Baptista de Salsa (2015).

Em suma, pôde-se observar a não significância na correlação das variáveis dependentes, contudo, vale ressaltar os sinais de correlação evidenciados: endividamento atual se relaciona positivamente com a variável “tipo de garantia da empresa”; endividamento suportado se relaciona negativamente com a variável “tempo de empresa” e negativamente com o “tempo de carreira”; meta de endividamento” se relaciona negativamente com “tipo de garantia da empresa”.

Como limitação da pesquisa aponta-se a não obtenção de um maior número de respondentes. Sugere-se novas pesquisas abrangendo outros municípios e capitais, bem como empresas de portes diferentes, a fim de possibilitar a comparação com os resultados encontrados neste estudo. Interessante, também, seria a realização de pesquisa em um seguimento específico com triangulação entre métodos (quantitativos e qualitativos), a fim de possibilitar uma análise maior e em profundidade no fenômeno estudado.

## REFERÊNCIAS

- ANTONIALLI, M. L.; OLIVEIRA, L. Uso da estrutura de capital em empresas agroindustriais. **Organizações Rurais e Agroindustriais**, v. 6, n. 2, p. 135 -148, 2004.
- BARTON, S. L.; GORDON P. J. Corporate Strategy: useful perspective for the study of capital structure? **Academy of Management Review**, v.12, n.1, p. 67-75, 1987.
- BARTON, S.L.; GORDON, P. J. Corporate Strategy and Capital Structure. **Strategic Management Journal**, v.9, n.6, p.623-632, 1988.

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

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 736 p., 1999.

BURKOWSKI, É.; PEROBELLI, F. F.; ZANINI, A. A identificação de preferências e atributos relacionados a estrutura de capital em pequenas empresas. **Revista de Administração de Empresas**, v. 8, n. 1, Art. 2, jan./jun. 2009. 29 p.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COOPER, D.R.; SCHINDLER, P.S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Bookman, 10. ed. 2011.

CORREIA, T. Determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas: evidência empírica. **Tourism & Management Studies**, n.2, p.21-32, 2006.

DEANGELO, H.; MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v.8, n.1, p. 3-29, 1980.

DONALDSON, G. **Strategy for financial mobility**. Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 1969.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement, **Conference on Research on Business Finance**. New York: National Bureau of Economic Research , 1952

DURAND, D. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Comment. **American Economic Association**, v. 49, n.4, September, p 639-655, 1959.

ÉSTHER, A. B.; PACO-CUNHA, E.; SANÁBIO, M. T. **Pequenas empresas: reflexões e perspectivas de ação**. Juiz de Fora: EDUFJF, 2006.

FORTE, D.; BARROS, L. A.; NAKAMURA, W. T. Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. **Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 3, p. 347-369, 2013.

HAIR JR., J. F., BLACK, W. C.; BABIN, J. B., ANDERSON, R. E. & TATHAM, R. L. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

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

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

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

JORDAN, J.; LOWE J.; TAYLOR, P. Strategy and financial policy in UK small firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, v.25 n.1-2, p. 1.27, 1998.

LELAND, H. E.; PYLE D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v.32, n.2, p.371-387, 1977.

LEMES JÚNIOR, A. B.; PISA, B. J. **Administrando micro e pequenas empresas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

LEMES JÚNIOR, A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P..M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2005.

LIMA, M. V. A.; LIMA, C. R. M.; LIMA, M. A.; PEREIRA, M. F. Apoio multicritério na gestão da estrutura de capital de pequenas e médias empresas. **Revista Gestão & Tecnologia**, v.12, n.3, p.146-173, 2012.

MATIAS, F.; BAPTISTA, C.; SALSA, L. Estrutura do capital das PME da indústria transformadora portuguesa: uma análise com dados em painel. **Tourism & Management Studies**, v.11, n.2, p.120-129, 2015.

MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F.; POUTZIOURIS, P. A model of capital structure decision making in small firms. **Journal of Small Bussines and Enterprises Development**. v. 5, n. 6. p. 246-260, 1998

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

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, v.52, n.3, p.433-443, 1963.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n.3, p.575-592, 1984.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**,v. 13, n.2, 1, p. 187-221, 1984.

NOBRE, L. H. N.; GUIMARÃES JR., F. R. F.; CAMARA, S. F. . Análise de Regressão para determinar os níveis de endividamento das médias empresas. **Revista da FA7**, v. 4, p. 85-111, 2006.

OLIVEIRA, P.H. **Amostragem básica: aplicação em auditoria**. Rio de Janeiro: Editora Ciência Moderna Ltda, 2004

PEÑAZOLA, V.; FIGUEIREDO, F. C. Fatores que influenciam a estrutura de capital em micro e pequenas empresas. **Revista Pretexto**, v.12, n.1, 2011, p. 9-28.

PEREIRA, H.; TAVARES, F.; PACHECO, L.; CARVALHO, C. Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas do vinho verde. **Revista Universo Contábil**, v.11, n.3, p.110-131, jul./set., 2015



PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 33– 46, jul./set. 2002.

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

ROSS, S. A; WESTERFIELD, R. W; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 594 p.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LÚCIO, P.B. **Metodologia de la investigación**. México: McGraw-Hill, 1991.

SILVA, W. A. C.; VIEIRA, T.A.; SANTOS, A. O.; OLIVEIRA, A. A.. Determinantes de estrutura de capital de pequenas empresas brasileiras. In: Celísia Baptista; Marisol Correia; Margarida Jesus. (Org.). **Perspectivas contemporâneas em gestão financeira e contabilidade**. 1ed.Algarve, Portugal: UAlgESGHT Universidade do Algarve, v. 1, p. 77-92, 2014.

SOLOMON. E. Leverage and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, v.18, n. 2, p. 273-279, 1963.

SOBREIRA, R.; RENTE, F.; FIGUEIREDO, C. Estrutura de capital e estratégias competitivas. **Caderno EBAPE.BR** [online], v.3, n.4, p. 01-12, 2005. <http://dx.doi.org/10.1590/S1679-39512005000400006>.

STIGLITZ, J. E. A consumption – oriented theory of the demand for financial assets and the term structure of interest rates. **The Review of Economics Studies**. v.37, n. 3, p.321-351, 1970.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 137-151, June, 1988

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

VIEIRA, E. S.; NOVO, A. J. A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. **Estudos do Isca**, v.7, n. 2, p.1-16, 2010.

WESTON, J.F. Test of Cost of Capital Propositions. **Journal of Economic Abstracts**, v. 2, n. 1, p. 125-130, 1963.