

Finanças Comportamentais, Estrutura de Capital, Desempenho e suas Implicações no Custo de Capital: um Estudo de Caso em uma Pequena Empresa de Uberlândia no Ramo Agropecuário

Paulo Roberto Rodrigues de Deus (UFU) - prd_beto@yahoo.com.br

Vinícius Silva Pereira (UFU) - viniciuss56@gmail.com

Vidigal Fernandes Martins (EAESP/FGV e UFU) - vidigal@ufu.br

Resumo:

Este trabalho apresenta um estudo de caso sobre as decisões sobre a estrutura de capital realizado em uma pequena empresa varejista do setor agropecuário. Objetivou-se verificar os determinantes da estrutura de capital desta microempresa varejista do setor agropecuário e seu desempenho geral, comparando a atual estrutura de capital da empresa com a estrutura de capital de empresas do mesmo setor no mercado. Para tanto, este trabalho realizou uma investigação empírica de caráter descritivo sob a forma de um estudo de caso. Quanto à coleta de dados utilizou-se de dados primários e secundários. Os dados primários foram coletados através da realização uma entrevista estruturada com o proprietário da microempresa e observação direta. A pesquisa utilizou-se também de dados secundários através de análise de documentos da empresa. Desta forma, foi feita a triangulação de ambas as fontes, primárias e secundárias, para analisar os dados e discutir os resultados da pesquisa. Os resultados encontrados indicam que o proprietário da empresa analisada segue uma teoria diferente da teoria Tradicional de Finanças, seguindo a Pecking Order Theory. As decisões do empresário na maioria das vezes é influenciada por motivos subjetivos e vieses cognitivos. Apesar dos vieses, pode-se verificar que há uma tendência do proprietário em seguir a Pecking Order Theory, uma vez que para o proprietário a escolha em investir passa por uma hierarquia de decisão. Porém, os custos de capital não são considerados de forma racional nas decisões, uma vez que a empresa tem fontes de financiamentos mais baratas, mas prefere trabalhar com capital próprio, uma fonte mais cara, o que pode ser explicado pelo excesso de otimismo do proprietário.

Palavras-chave: *Estrutura de Capital. Indicadores de Desempenho. Finanças Comportamentais. Custo de Capital.*

Área temática: *Abordagens contemporâneas de custos*

Finanças Comportamentais, Estrutura de Capital, Desempenho e suas Implicações no Custo de Capital: um Estudo de Caso em uma Pequena Empresa de Uberlândia no Ramo Agropecuário

Resumo

Este trabalho apresenta um estudo de caso sobre as decisões sobre a estrutura de capital realizado em uma pequena empresa varejista do setor agropecuário. Objetivou-se verificar os determinantes da estrutura de capital desta microempresa varejista do setor agropecuário e seu desempenho geral, comparando a atual estrutura de capital da empresa com a estrutura de capital de empresas do mesmo setor no mercado. Para tanto, este trabalho realizou uma investigação empírica de caráter descritivo sob a forma de um estudo de caso. Quanto à coleta de dados utilizou-se de dados primários e secundários. Os dados primários foram coletados através da realização uma entrevista estruturada com o proprietário da microempresa e observação direta. A pesquisa utilizou-se também de dados secundários através de análise de documentos da empresa. Desta forma, foi feita a triangulação de ambas as fontes, primárias e secundárias, para analisar os dados e discutir os resultados da pesquisa. Os resultados encontrados indicam que o proprietário da empresa analisada segue uma teoria diferente da teoria Tradicional de Finanças, seguindo a *Pecking Order Theory*. As decisões do empresário na maioria das vezes é influenciada por motivos subjetivos e vieses cognitivos. Apesar dos vieses, pode-se verificar que há uma tendência do proprietário em seguir a *Pecking Order Theory*, uma vez que para o proprietário a escolha em investir passa por uma hierarquia de decisão. Porém, os custos de capital não são considerados de forma racional nas decisões, uma vez que a empresa tem fontes de financiamentos mais baratas, mas prefere trabalhar com capital próprio, uma fonte mais cara, o que pode ser explicado pelo excesso de otimismo do proprietário.

Palavras chaves: Estrutura de Capital. Indicadores de Desempenho. Finanças Comportamentais. Custo de Capital.

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho apresenta os resultados de um estudo de caso realizado na empresa Agro Irmãos Ltda sobre sua estrutura de capital, as decisões tomadas a partir dela e o desempenho decorrente dessas decisões. Na interpretação destes resultados foi utilizada a Teoria das Finanças Comportamentais a fim de entender a forma pela qual o empresário da micro e pequena empresa toma suas decisões acerca da estrutura de capital e seu conseqüente desempenho e impacto no custo de capital.

Tratam-se de dois temas da área de Finanças relevantes, que poucos trabalhos tratam de forma associada e aplicado a realidade de um objeto de estudo pouco explorado na literatura financeira, a microempresa. Essa pesquisa se justifica, portanto, por detalhar e tentar entender melhor a forma como ocorre na prática o processo de formação da estrutura de capitais numa microempresa e o desempenho decorrente dessa estrutura de capitais.

Assim, o estudo ressalta as diferenças entre o que é considerado tradicionalmente na literatura clássica de Finanças sobre estrutura de capital e o que ocorre empiricamente em uma microempresa.

O tema é relevante do ponto de vista prático, pois os gestores de micro e pequenas empresas poderão entender o processo de tomada de decisão e verificar se seu desempenho é afetado por suas decisões.

Do ponto de vista teórico este trabalho apresenta duas contribuições, quais sejam; (a) identifica influenciadores na tomada de decisão acerca da estrutura de capital de microempresas diferentes daqueles utilizados nas grandes empresas e (b) estabelece o contraponto com a teoria tradicional de Finanças que recomenda uma estrutura ótima de capital (estrutura que representa o custo de capital mínimo), embasando-se na teoria alternativa de Finanças Comportamentais.

Neste sentido este trabalho tem o objetivo de verificar os determinantes da estrutura de capital de uma microempresa varejista do setor agropecuário e seu desempenho geral, comparando a atual estrutura de capital da empresa com a estrutura de capital de empresas do mesmo setor no mercado.

Especificamente este trabalho propõe:

- Verificar os determinantes das decisões acerca da estrutura de capital da microempresa à luz das teorias tradicionais e alternativas de finanças;
- Mensurar a estrutura de capital da empresa através de indicadores;

- Mensurar o desempenho geral da empresa (liquidez, atividade e rentabilidade) através de indicadores;

Para tanto, este trabalho realizou uma investigação empírica de caráter descritivo sob a forma de um estudo de caso.

O método de estudo de caso, busca aprofundar na essência para tentar esclarecer uma decisão ou um conjunto de decisões: o motivo pela qual foram tomadas, como foram implementadas e com quais resultados. Ainda segundo o autor, o método possibilita também investigar um fenômeno contemporâneo dentro do seu contexto real. Por estes motivos o método foi utilizado. Para diminuir a limitação deste método de pesquisa, este estudo realizou a triangulação dos dados para sistematizar de maneira mais científica o estudo, conforme sugere Yin (2005).

Quanto à coleta de dados utilizou-se de dados primários e secundários. Os dados primários foram capturados através da realização uma entrevista estruturada com o proprietário da microempresa. A entrevista consistiu num roteiro estruturado com 11 questões para se identificar os determinantes da estrutura de capital da empresa e a presença ou ausência de otimismo e excesso de confiança do microempresário.

A pesquisa utilizou-se também de dados secundários através de análise de documentos da empresa tais como Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício, além de outros documentos de controle gerenciais para se calcular os indicadores de estrutura de capital e de desempenho geral.

Desta forma, foi feita a triangulação de ambas as fontes, primárias e secundárias, para analisar os dados e discutir os resultados da pesquisa.

Este trabalho está estruturado da seguinte forma: esta Introdução apresenta o tema, sua importância, objetivos e o método de pesquisa utilizado; a segunda seção apresenta o referencial teórico incluindo os principais conceitos utilizados para a análise dos resultados; a terceira seção apresenta os dados e a análise dos resultados com o diagnóstico da situação encontrada, incluindo detalhes da unidade analisada e por fim a última seção apresenta a conclusão do trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção serão abordadas as teorias de estrutura de capital, finanças comportamentais e análise de desempenho geral de empresas por meio de indicadores.

2.1. Estrutura de Capital

O tema estrutura de capital é uma área controversa em finanças. Pesquisas nos últimos 40 anos, baseadas no Modelo Tradicional, no Modelo de Modigliani & Miller (MM) e na *Pecking Order Theory* (POT) geraram poucas orientações sobre como escolher entre capital de terceiros e capital próprio.

De acordo com o ponto de vista do Modelo Tradicional, uma combinação ótima de capital de terceiros e capital próprio pode ser obtida e deve ser buscada pelas empresas como forma de maximizar seu valor de mercado. A maximização de valor opera-se por meio da minimização do custo total do capital empregado pela firma para financiar suas atividades. Markowitz (1952) foi um dos pioneiros na investigação destas possibilidades.

Contrapondo-se ao modelo de Markowitz (1952), Modigliani & Miller (1958) contribuíram para o entendimento de questões relacionadas ao financiamento, criando o modelo de Modigliani-Miller (MM). Estes autores partem da premissa de que a) a oferta de fundos é infinitamente elástica, b) existe perfeita simetria de informação na avaliação dos retornos dos projetos de investimento entre os agentes que emprestam e os que demandam recursos financeiros, c) as características do mercado de ações e dos acionistas permitem sempre captar recursos através da emissão de novas ações e d) a estrutura de capital das empresas não impõe restrições à utilização das várias fontes de financiamento. Desta forma concluem que uma empresa jamais se defrontaria com problemas para financiar projetos cuja expectativa de retorno seja compensadora. (MODIGLIANI E MILLER, 1958).

A idéia da irrelevância começou a ser contestada dentro da própria visão tradicional. Alguns autores, dentre eles Myers e Majluf (1984), começam a defender que a disponibilidade de um padrão de financiamento adequado afeta as decisões de investimento da empresa. Portanto, o nível global de investimento na economia não é independente do padrão de financiamento adotado pelas empresas. Este é o nascimento da teoria da *pecking order*. De acordo com a *pecking order theory of finance* (MYERS e MAJLUF, 1984), as firmas preferem sempre recursos próprios a recursos de terceiros e, quando estes últimos se tornam necessários, recorrerão sempre primeiro ao endividamento e depois à emissão de ações. Ao contrário da análise de Modigliani e Miller (1958), para esta corrente a estrutura de capital da empresa e sua política de dividendos são aspectos que influenciam diretamente a formação dos preços das ações pelo mercado e o seu desempenho, o que confirmaria a não-neutralidade do padrão de financiamento adotado.

Ainda segundo Myers (1977), o argumento de que existe uma estrutura de capital ótima para as empresas é reforçado com o reconhecimento dos problemas do agente principal (*principal agent*), assimetria de informações, problemas de seleção adversa, moral, custos de agenciamento e custos de transação.

Em seu estudo, Zysman (1983), faz uma observação adicional que, nos países em que os mercados de capitais surgiram para financiar o desenvolvimento industrial, os empréstimos bancários limitam-se a usos de curto prazo. Assim, as empresas com planos de investimento de longo prazo utilizam recursos próprios e emitem ações, e o recurso a empréstimos bancários é utilizado somente para o curto prazo. Nos países em que os mercados de capitais não se desenvolveram de forma adequada e confiável, surgiram bancos e instituições financeiras especializadas para preencher esta lacuna.

2.2. Finanças Comportamentais

Conforme é apresentado por Savage (1964 apud THALER; BARBERIS, 2003), a abordagem tradicional de Finanças revela significativas vantagens de simplicidade e facilidade de modelagem do ponto de vista do pesquisador, porém fortes debilidades quanto ao seu ajuste ao mundo real. A validade desse arcabouço para descrever o comportamento dos mercados é uma questão de natureza empírica. Se as teorias baseadas no agente racional fossem capazes de explicar satisfatoriamente os mais importantes fenômenos investigados pela literatura de Finanças, não haveria razão para questionar seus fundamentos e propor abordagens alternativas. Ao contrário existe um vasto conjunto de evidências empíricas produzidas nas últimas décadas que revelam teorias disponíveis baseadas na suposição de racionalidade dos indivíduos que não são capazes de explicar a contento diversos fenômenos regularmente observados nos mercados financeiros.

Para Thaler e Barberis (2003), desvios no comportamento racional são intrínsecos à natureza humana e devem ser incorporados à análise econômica como uma extensão natural dos modelos tradicionais, uma vez que as evidências sugerem tanto que os agentes são capazes de cometer certa variedade de erros sistemáticos, como também que as distorções destes, advindas têm importantes implicações econômicas.

Segundo De Bondt e Thaler (1995, p. 389): “Talvez a descoberta mais robusta da psicologia do julgamento seja que as pessoas são excessivamente confiantes”. Mesmo Mark Rubinstein (2001, p. 17), um eminente pesquisador defensor do paradigma da racionalidade em Finanças, afirma: “[...] eu tenho por muito tempo acreditado que os investidores são excessivamente confiantes. Com certeza, o investidor médio acredita que é mais esperto do

que o investidor médio”. Computam-se hoje centenas de trabalhos de psicólogos e outros pesquisadores do comportamento humano sobre este fenômeno cognitivo e sobre outro estreitamente relacionado, o otimismo em excesso.

Diversos trabalhos enfocam o problema do ponto de vista de gestores racionais que interagem com investidores externos excessivamente confiantes. Só mais recentemente surgiram, em menor número, análises enfocando os vieses cognitivos dos próprios gestores e procurando entender de que maneira eles podem afetar suas decisões de investimento e de financiamento. Uma extensa revisão desta literatura é oferecida por Baker et al (2004).

A literatura psicológica e comportamental permite associar o viés do otimismo a uma percepção exageradamente positiva da probabilidade de ocorrência de eventos favoráveis e, simetricamente, à subestimação da probabilidade de ocorrência de eventos desfavoráveis. Por seu turno, a confiança excessiva associa-se à superestimação da qualidade e precisão das informações (sinais acerca de possibilidades futuras) disponíveis para o indivíduo ou, analogamente, à subestimação da volatilidade de processos que envolvem incerteza. No mesmo espírito, o excesso de confiança pode levar o indivíduo a pensar que é mais competente e habilidoso do que os demais ou, genericamente, que está “acima da média”.

Há boas razões para se supor que os administradores de empresas e empreendedores são particularmente suscetíveis aos vieses da confiança excessiva e do otimismo. Primeiramente, uma vez que os indivíduos em geral tendem a superestimar as suas próprias habilidades eles tenderão a mostrar maior excesso de confiança e otimismo em relação a resultados incertos que pensam poder controlar (WEINSTEIN, 1980).

Além disso, outro viés bem documentado na literatura psicológica, conhecido como viés da auto-atribuição (MILLER e ROSS, 1975, NISBETT e ROSS, 1980), induz as pessoas a atribuírem a si mesmas uma parcela excessivamente grande dos créditos por eventuais sucessos em seus empreendimentos e excessivamente pequena da responsabilidade por eventuais fracassos.

No modelo de Heaton III (2002), um dos pioneiros neste campo, gestores otimistas acreditam que os projetos disponíveis para suas empresas são melhores (em termos de retorno esperado) do que eles são na verdade e por isso julgam que os títulos por elas emitidos, sejam dívidas ou ações, são sistematicamente subavaliados pelo mercado (o modelo assume que o mercado de capitais é eficiente). Por serem menos protegidas contratualmente, as ações serão os títulos mais sujeitos à desvalorização do ponto de vista gerencial. Como consequência, a empresa preferirá financiar seus projetos de investimento com recursos gerados internamente e em segundo lugar através da emissão de títulos de dívida, recorrendo apenas em último caso

à emissão de novas ações. Estes resultados são compatíveis com a teoria da *pecking order*. Diferentemente da proposição original de Myers e Majluf (1984), não obstante, a análise de Heaton III (2002) prevê que a hierarquização dos tipos de financiamento será mais pronunciada quanto mais otimista for o gestor, *ceteris paribus*. Uma predição similar é oferecida pelas análises de Malmendier e Tate (2002, 2003) e Fairchild (2005), ambos modelando o otimismo de forma análoga à proposta por Heaton III (2002).

Quando o excesso de confiança, refletindo-se na percepção enviesada da volatilidade dos resultados futuros do empreendimento, é acrescido à análise, entretanto, a hierarquização de preferências por fontes de financiamento pode desaparecer como mostra o modelo analiticamente mais completo de Hackbarth (2004). De fato, o uso de capital próprio pode se tornar, em certas circunstâncias, a fonte preferencial de financiamento. Em outras palavras, as empresas geridas por indivíduos otimistas e simultaneamente confiantes em excesso não necessariamente seguirão uma *pecking order*, embora isso possa acontecer, dependendo da preponderância de um ou de outro viés. Logo, considerado o conjunto das teorias, a hierarquização das fontes de financiamento não está implicada pelo enviesamento cognitivo dos gestores.

Por outro lado, um resultado teórico relativo às decisões de financiamento das empresas é compatível com todos os modelos disponíveis na literatura e emerge como predição central deste corpo teórico, qual seja, gestores cognitivamente enviesados, no sentido do otimismo e do excesso de confiança, superestimarão a capacidade de endividamento da empresa. Intuitivamente, no modelo de Hackbarth (2004) isto ocorre porque o gestor enviesado acredita que as perspectivas do negócio são melhores do que realmente são e também que o risco de falência da empresa é menor do que o risco verdadeiro. Neste caso, sua percepção do custo esperado de dificuldades financeiras será reduzida, levando-o a aumentar o endividamento com o intuito de aproveitar o benefício fiscal resultante (ou qualquer outro tipo de benefício das dívidas). Considerando apenas o viés do otimismo, Fairchild (2005) chega à mesma conclusão em modelos que também incluem assimetria informacional e conflitos de interesse.

A associação positiva entre o grau de otimismo e de excesso de confiança do gestor e o nível geral de endividamento da empresa é, de fato, a única predição não ambígua no conjunto das teorias enfocadas. Portanto, justifica-se uma atenção particular à sua verificação empírica.

2.3. Desempenho geral

Para o posterior cálculo do desempenho da empresa em estudo utilizou-se a análise de indicadores de desempenho. São apresentados abaixo as definições, cálculos e explicações de

cada índice apurados a partir do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício da empresa analisada.

2.3.1. Índices de Liquidez

Segundo Gitman (2003), liquidez de uma empresa é medida em termos de sua capacidade de saldar suas obrigações de curto prazo à medida que se tornam devidas.

O índice de liquidez corrente mede a capacidade de a empresa pagar suas obrigações de curto prazo. O índice de liquidez seca assemelha-se ao de liquidez corrente, mas exclui do cálculo o estoque, que costuma ser o menos líquido dos ativos circulantes. A liquidez geralmente baixa do estoque resulta principalmente de dois fatores: (1) alguns tipos de estoque não são facilmente vendidos e (2) o estoque geralmente é vendido a prazo, portanto antes dele se transformar em caixa ele é uma conta a receber (GITMAN, 2003).

2.3.2. Índices de Atividade

Segundo Gitman (2003), índices de atividade medem a velocidade com que diversas contas se convertem em vendas. O giro do estoque mede a liquidez do estoque da empresa. O giro do estoque pode ser convertido em idade média dos estoques que representa o número de dias de vendas em estoque. O prazo médio de recebimento é utilizado para avaliar as políticas de crédito e cobrança, pois mede o tempo médio para recebimento das contas devidas pelos clientes. O prazo médio de pagamentos mede o tempo médio de pagamento das contas devidas pela empresa aos fornecedores. Por fim, o giro do ativo total indica a eficiência com que a empresa utiliza seus ativos para gerar vendas.

2.3.3. Índices de Endividamento

Segundo Gitman (2003), a situação de endividamento de uma empresa indica o volume de dinheiro de terceiros utilizado para gerar lucros. Quanto maior o endividamento, maior o risco de que ela se veja impossibilitada de honrar os pagamentos contratuais de longo prazo. De maneira geral quanto mais dívidas uma empresa usa em relação ao seu ativo total, maior sua alavancagem financeira.

O índice de endividamento geral mede a proporção dos ativos totais financiados pelos credores da empresa. Quanto mais elevado esse índice maior o montante de capital de terceiros usado para gerar lucros.

A participação de capitais de terceiros compara as formas de financiamento da empresa, a partir da relação entre capital de terceiros e capital próprio. Quanto maior esse índice, maior a participação de terceiros na estrutura (GITMAN, 2003).

2.3.4. Índices de Rentabilidade

Esses índices permitem avaliar os lucros da empresa em relação a um dado nível de vendas, um dado nível de ativos ou o investimento dos proprietários. (GITMAN, 2003)

Segundo Gitman (2003), a margem de lucro bruto é de especial importância para pequenos varejista, principalmente em tempos de inflação. Se o proprietário da empresa não elevar os preços com o aumento do custo das vendas, a margem de lucro bruto decairá. Essa margem de lucro mede a porcentagem de cada unidade monetária de vendas que permanece após a empresa deduzir o valor dos bens vendidos. Quanto maior a margem de lucro bruto melhor (GITMAN, 2003).

Ainda segundo Gitman (2003), a margem de lucro líquido mede a porcentagem de cada unidade monetária de vendas remanescente após a dedução de todos os custos e despesas, inclusive juros, impostos e dividendos de ações preferenciais. Quanto mais elevada a margem de lucro líquido de uma empresa, melhor.

O retorno sobre o ativo total mede a eficácia geral da administração na geração de lucros a partir dos ativos disponíveis (GITMAN, 2003).

O retorno sobre o capital próprio mede a taxa de retorno obtida no investimento feito pelos acionistas ordinários (GITMAN, 2003).

3. APRESENTAÇÃO DOS DADOS E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 mostra os indicadores de desempenho comentados no referencial teórico calculados para as empresas do setor que a Agro Irmãos atua. Trata-se de empresas de capital aberto do setor, que possuíam seus dados disponíveis, listadas no Economática. Na Tabela 1 é possível encontrar ainda o valor dos indicadores calculados para a empresa Agro Irmãos e a mediana do setor. Os dados do setor foram calculados, pois como sugere Matarazzo (2004), para que a análise do desempenho seja realizada devem-se comparar os indicadores da empresa em análise com os do seu setor.

Tabela 1 – Comparação dos indicadores financeiros da Agro Irmãos com empresas do mesmo setor

Nome	CT/CP	PT/AT	LC	LS	IME	GE	PMR	PMP	GAT	MLB	MLL	RAT	RCP
B2W Companhia Global do Varejo	574,6	61,1	1,8	1,3	64,7	5,6	40,6	72,8	1,6	28,1	1,3	2,0	19,3
Battistella Adm e Partic S/A - Apaba	22614,2	77,8	1,1	0,9	26,8	13,4	67,0	28,3	1,3	15,9	-5,2	-6,9	-2004,2
Dimed S/A - Distribuidora de Medicamentos	12,6	5,7	1,8	0,9	62,5	5,8	29,8	46,2	3,2	21,5	2,8	8,9	19,7
Drogasil S/A	9,2	5,1	1,9	1,0	71,1	5,1	21,2	53,4	2,4	23,2	4,3	10,2	18,3
Globex Utilidades S/A	17,0	4,5	0,9	0,5	79,5	4,5	21,3	112,6	1,7	20,9	-7,6	-12,9	-49,1
Grazziotin S/A	0,2	0,1	3,1	2,4	137,5	2,6	66,5	96,4	1,0	51,0	12,2	12,3	16,8
Lojas Americanas S/A	1013,9	57,1	1,6	1,2	79,0	4,6	43,2	106,4	1,2	30,9	1,8	2,3	40,0
Lojas Hering S/A	0,0	0,0	1,6	1,4	55,1	6,5	51,5	43,1	0,2	65,9	-10,9	-2,6	-
Marisa Lojas S.A.	35,5	16,7	2,1	1,8	70,6	5,1	132,5	77,5	1,0	49,8	9,4	9,4	20,0
Lojas Renner S/A	53,7	21,7	1,4	1,2	66,0	5,5	117,0	86,8	1,2	53,0	8,0	9,9	24,4
Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S/A.	106,5	41,8	0,9	0,9	2,9	122,7	63,7	24,9	0,9	58,0	16,9	15,5	39,6
Minasmaquinas S/A	42,5	23,9	1,8	1,5	29,0	12,4	38,0	19,5	2,1	4,3	4,0	8,3	14,8
Companhia Brasileira de Distribuicao	62,9	22,9	1,5	1,0	58,2	6,2	36,6	82,4	1,3	24,8	2,5	3,3	9,0
Sondotecnica Engenharia de Solos S/A	0,0	0,0	2,3	2,3	1,2	312,0	19,5	39,7	0,9	29,5	13,9	12,9	17,5
Tecnosolo Engenharia S/A	169,7	36,5	1,4	1,2	35,7	10,1	87,1	25,3	1,1	17,0	1,4	1,5	7,1
Wlm Industria e Comercio S/A	0,4	0,3	2,8	2,6	19,8	18,2	63,3	57,8	1,2	16,1	4,5	5,4	7,3
Agro Irmãos Ltda	0,0	0,0	38,0	18,1	61,1	6,0	35,7	2,0	4,5	30,5	16,9	76,2	78,3
Mediana do setor	39,0	19,2	1,7	1,2	60,3	6,0	47,4	55,6	1,2	26,5	3,4	6,9	17,5

Fonte: Elaboração própria (2013).

A Figura 1 apresenta visualmente a comparação entre o desempenho da Agro Irmãos com o desempenho do setor, indicador por indicador.

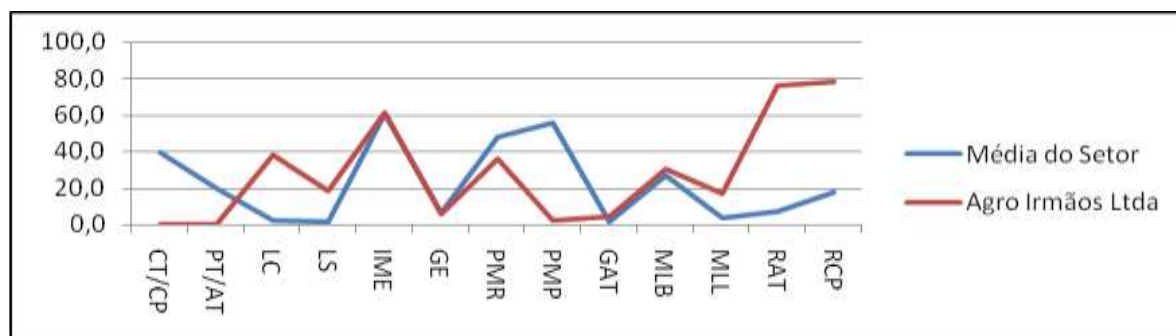


Figura 1 – Comparativo dos indicadores financeiros da Agro Irmãos com média do setor.

Fonte: Elaboração própria (2013).

3.1. Diagnóstico da situação encontrada

A empresa apresenta-se com uma gestão familiar e altamente centralizada na pessoa de seu proprietário fundador. Esse por sua vez não possui nenhuma formação superior tendo formação científica contábil o que corresponde a formação no segundo grau. Por ser uma empresa optante pelo sistema de tributação SIMPLES, não é obrigatória a criação e divulgação de Balanços Comerciais. Apesar da não-obrigatoriedade, para a realização deste trabalho, o contador responsável pelo estabelecimento forneceu o Balanço Patrimonial e DRE para as análises posteriores.

De maneira geral percebe-se que várias das decisões tomadas pelo empresário são altamente enviesadas pelo seu conhecimento e experiência, conforme estudado em Finanças Comportamentais. O empreendedor é altamente influenciado por vários fatores, como por exemplo, acreditarem em suposições e pela subordinação a forma como o problema é apresentado a ele.

A partir da análise da Tabela 1 e Figura 1, apresentados na seção anterior, pode-se fazer algumas observações que serão apresentadas a seguir.

Quanto à estrutura de capital ficou demonstrado uma concentração no lado do capital próprio em detrimento do capital de terceiros o que compromete a gestão de custos de capital e levanta dúvidas relacionadas à sobrevivência da Agro Irmãos no mercado.

Avaliando o desempenho da estrutura de capital, comparado-a com o setor, verifica-se um desempenho pífio em relação ao mercado, porém mais que isso, trata-se de um número infinitamente menor e que deve ser estudado profundamente e modificado rapidamente para modificar o desempenho da empresa.

Comparando-se o conceito das duas correntes diferentes já citadas nesse estudo: Estrutura ótima de capital e *pecking order*, percebe-se que a Agro Irmãos segue o modelo de *pecking order*, o qual prescreve que as empresas optam por recursos de forma hierárquica, selecionando inicialmente as fontes internas e posteriormente as externas de maior facilidade e menor custo, e finalmente as externas de maior dificuldade e maior custo. (MYERS, 1977). Essa escolha pode não ter sido feita de uma forma racional e estudada, mas demonstra que estudiosos já percebiam o comportamento dos gestores nas suas decisões.

A partir dessas análises pode-se prescrever uma série de alterações na gestão e tomada de decisões da empresa. De uma forma geral, para se melhorar o desempenho da empresa em comparação ao mercado, deve-se tratar de forma diferente o endividamento por capital de

terceiros, quebrando o excesso de cautela do proprietário causado por um viés psicológico do proprietário identificado na entrevista.

Analisaram-se na sequência os outros indicadores financeiros que dão uma idéia geral de desempenho da empresa e assim facilita a comparação da posição atual da Agro Irmãos com relação às demais empresas do mercado.

Quanto aos indicadores de liquidez a empresa mostrou-se capaz de saldar suas obrigações de curto prazo à medida que se tornam devidas. Ficou claro que a Agro Irmãos possui um desempenho superior ao do mercado, porém esse valor pode ser questionado por estar muito descolado da mediana do setor. Não se pode esquecer que um dos pontos destacados no referencial teórico trata justamente da diferenciação de subsetores que o setor terciário possui. Portanto, pode ser que a complexidade do setor refletida na heterogeneidade das empresas que compuseram a mediana dos indicadores de desempenho e com estruturas mais complexas que a Agro Irmãos. Mesmo assim é um ótimo desempenho nesse indicador.

A partir da análise dos índices de atividade ficou demonstrado como as empresas do setor terciário do subsetor de comércio são parecidas. Apesar da diferenciação dos serviços oferecidos, quando se analisa os indicadores se percebe a semelhança escondida.

Em todos os índices pode ser percebida a proximidade nos prazos, com exceção do Prazo Médio de Pagamentos. Esse indicador reflete claramente o modelo de gestão praticado pelo proprietário da Agro Irmãos. Como foi citado por ele próprio na entrevista, tem pavor de contrair dívidas, e, portanto, sempre que pode ele negocia melhor a política de descontos e realiza o pagamento à vista, raramente sendo financiado por seus fornecedores.

Apesar de ser uma prática sadia em termos de crédito e cobrança, o proprietário possui um risco, pois abre mão dos prazos oferecidos pelos fornecedores para “fazer dinheiro” com a mercadoria que entra em sua loja e essas próprias mercadorias se pagarem a partir da sua rápida venda. O risco envolvido nessa transação trata da possibilidade de o empreendedor se endividar além do que suporta pagar, uma vez que ele utiliza capital próprio para financiar seus clientes, e caso o número de clientes que não consigam honrar suas dívidas cresçam, ele corre sérios riscos de saúde financeira da sua empresa e conseqüentemente sobrevivência no mercado.

Nesse caso, a ação imediata para correção desse desvio deverá ser mudar sua política de compras, renegociar com fornecedores no que diz respeito a preços e prazos. Utilizar a modalidade de pagamento à vista apenas para aqueles itens que forem realmente interessantes em termos de descontos por pagamento a vista.

No que diz respeito à rentabilidade da empresa foi realizada uma primeira análise sobre os indicadores Margem de Lucro Bruta e Margem de Lucro Líquida. Como se pode ver a Agro Irmãos apresenta maiores margens de lucro se comparada ao mercado. Possui maiores margens e um ótimo retorno sobre o ativo total como sobre o capital próprio. Isso quer dizer que a empresa possui ótimos níveis de rentabilidade. Esses resultados acompanham os resultados de atividade, endividamento e liquidez.

De modo geral o desempenho global da Agro Irmãos foi bom se comparado com o setor, com algumas deficiências localizadas na estrutura de capital e atividade da empresa. Apesar de a empresa contrariar a teoria tradicional de finanças, aumentando seus custos de financiamento ao utilizar excessivamente capital próprio e não buscar uma estrutura ótima de capital, a Agro Irmãos conseguiu um bom desempenho.

A partir da análise da entrevista perceberam-se várias influências que esse proprietário teve para a tomada de decisões, que são embasadas na teoria das Finanças Comportamentais. A entrevista confirma a análise por indicadores, reforçando a *Pecking Order Theory* para o caso da empresa. As decisões estão embasadas não no conhecimento da teoria de *pecking order* de finanças, mas sim no conhecimento de mundo e experiências anteriores vividas por ele. Sendo assim, ele entende que mesmo sendo mais caro o capital próprio, uma hierarquia é seguida nas decisões em investir a partir dos recursos próprios e posteriormente captar recursos externos, por medo de se endividar.

Apesar de ter medo de se endividar o proprietário apresenta em outras áreas da análise que não a da estrutura de capital um excesso de otimismo e confiança como demonstrou Baker et alii (2004). A partir das próprias palavras do proprietário percebe-se que parte dele uma alta taxa de otimismo sobre ele e seu negócio. Talvez por toda a construção do negócio ter passado pelas suas mãos e ele estar administrando a empresa até a data atual, ou ainda, por ele estar a tanto tempo no mercado e já ter visto acontecer de tudo, acredita que já viveu e sabe de tudo, e caso aconteça algum problema ou situação inusitada saberá como sair dela perfeitamente e fará isso rapidamente.

Comparando de forma análoga o comportamento do proprietário da Agro Irmãos com o estudo realizado por Fischhoff (1977) e Alpert e Raiffa (1982), o viés do otimismo e o excesso de confiança permitem uma percepção exageradamente positiva da probabilidade de ocorrência de eventos favoráveis e, da mesma forma, à subestimação da probabilidade de ocorrência de eventos desfavoráveis. A confiança excessiva associa-se à superestimação da qualidade e precisão das informações disponíveis para o indivíduo ou, analogamente, à subestimação da volatilidade de processos que envolvem incerteza. No mesmo espírito, o

excesso de confiança pode levar o indivíduo a pensar que é mais competente e habilidoso do que os demais ou, genericamente, que está “acima da média”.

Esse ponto é apresentado quando o proprietário cheio de orgulho conta dos prêmios recebidos pela sua empresa a partir da opinião pública. Nesse momento ele se julga acima da média. As conseqüências para tais atos podem ser catastróficas, pois uma vez tomada essa visão ele pode criar a chamada ilusão positiva e analisar o mundo somente a partir dela, causando assim viés nas decisões.

No caso da Agro Irmãos percebem-se esses fatores mais brandos, uma vez que mesmo enxergando no proprietário os sintomas de otimismo e excesso de confiança, ele não utiliza disso para, por exemplo, investir largamente no seu negócio com auxílio de investimentos externos, ou seja, capital de terceiros. Esse comportamento dele poderia justificar, por exemplo, um financiamento adquirido a alguma instituição financeira, mas por outro lado ele permanece segundo a *Pecking Order* e investe a partir do capital próprio.

Portanto o excesso de confiança nesse caso serve apenas para alimentar o ego do proprietário e trazer a recompensa pessoal alcançado pelo seu esforço no trabalho diário realizado na empresa.

Outra análise que pode ser feita desses fatos é que provavelmente o excesso de otimismo e confiança dá a sensação ao proprietário de que ele possui capacidades extras das que realmente possui e o faz pensar que poderá recuperar seu negócio na hora que bem entender. Então este ponto pode ser um dos fatores que o leva a negligenciar a estrutura de capital nas suas decisões, além do medo de se endividar.

Adicionalmente o excesso de otimismo e confiança pode levar ao empresário começa ao pensamento do seguinte adágio: “em time que está ganhando não se mexe”, e assim continuar executando as tarefas da mesma maneira até que algo o force a mudar, sempre de maneira reativa aos acontecimentos, nunca de uma forma pró-ativa, o que é ruim para o negócio.

Sendo assim pode-se concluir que a atual formação da estrutura de capital da empresa se deu nada mais nada menos que a partir da análise do proprietário e da sua experiência no ramo comercial. Existe uma teoria que explica, existem estudos que confirmam e comprovam, porém nenhum deles foi analisado por esse proprietário no momento dessa decisão. Ele analisou o mercado, comparou possibilidades e fez sua escolha, e apesar de tudo obteve um bom desempenho se comparado com o setor.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho apresentou um estudo de caso, realizado na empresa Agro Irmãos Ltda., de Uberlândia, sobre a Estrutura de Capital como ferramenta de decisão vista sob a ótica da Teoria das Finanças Comportamentais.

Quando foi iniciado esse estudo tinha o objetivo verificar os determinantes da estrutura de capital de uma micro empresa. Assim sendo, foi entendido que o proprietário mesmo inconscientemente é adepto da *Pecking Order Theory*, e, portanto os determinantes da estrutura de capital da sua empresa é a hierarquia de importância para se angariar recursos.

Os resultados encontrados nesse trabalho mostram que ao escolher a *pecking order* o proprietário rejeita a busca por uma estrutura ótima de capital no sentido da teoria tradicional de finanças. Paralelamente percebe-se que várias das decisões de estrutura de capital tomadas pelo empresário são enviesadas pelo otimismo e excesso de confiança do proprietário, conforme estudos em Finanças Comportamentais, como o de Baker et alii (2004).

De modo geral, os fatores que motivam as tomadas de decisões do gestor acerca da estrutura de capital têm um caráter mais intuitivo que racional, segundo constatado na entrevista. Porém, apesar do uso da intuição para a tomada de decisão o desempenho em termos gerais da Agro Irmãos pode ser considerado “bom” se comparado com o setor. Há que se ressaltar que a empresa apresentou desempenhos abaixo da média do setor na estrutura de capital e atividade da empresa. O desempenho “ruim” dos indicadores estrutura de capital tem no custo de capital provavelmente afetará o custo do capital da empresa. A empresa contraria a teoria tradicional de finanças, aumentando seus custos de financiamento ao utilizar excessivamente capital próprio e não buscar uma estrutura ótima de capital. O medo de se endividar, o proprietário apresenta em outras áreas da análise que não a da estrutura de capital e o excesso de otimismo e confiança contribui para que o proprietário busque mais capital próprio que de terceiros e considere que o risco de falência, e portanto da perda do capital próprio investido, é algo improvável de ocorrer.

Assim, este caso mostrou uma interface entre finanças comportamentais, estrutura de capital, desempenho e custo de capital, em que os vieses de excesso de otimismo e confiança e o medo de se endividar podem levar a uma concentração de capital próprio e aumento do custo de capital.

Sugere-se para pesquisas futuras uma ampliação deste estudo com a utilização de amostras e modelos econométricos com *proxies* de excesso de otimismo e confiança para mensurar estes efeitos dos vieses no custo de capital das empresas.

REFERÊNCIAS

BAKER, M., RUBACK, R. S., & WURGLER, J. A.. **Behavioral corporate finance: A survey**. NBER Working Paper, 2004. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w10863>.

DE BONDT, W. F. M. & THALER, R. H.. Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective. In **Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance**. Elsevier, Amsterdam. Jarrow, R. A., Maksimovic, R. & Ziemba, W. T. (orgs.), 1995.

FAMÁ R.; GRAVA, J. W.. Teoria da estrutura de capital – as discussões persistem. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v. 1, nº 11, 2000.

FAIRCHILD, R. J.. **The effect of managerial overconfidence, asymmetric information, and moral hazard on capital structure decisions**. Working Paper. 2005. Disponível em: <http://ssrn.com>

GITMAN, L. **Administração Financeira**. São Paulo: Prentice Hall, 2003.

HACKBARTH, D.. **Managerial traits and capital structure decisions**, 2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=362740>. Acesso em 15/07/2013.

HEATON III, J. B. **Managerial Optimism and Corporate Finance**. Financial Management, p. 33- 45, Summer, 2002.

MALMENDIER, U. & TATE, G. A.. **CEO overconfidence and corporate investment**, 2002. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=354387>.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, p. 89, 1952.

MATARAZZO, Dante. **Análise financeira de balanços**. São Paulo: Atlas, 2004.

MILLER, D. T. & ROSS, M.. Self-serving biases in attribution of causality: Fact or fiction? **Psychological Bulletin**, 82(2):213–25, 1975.

MODIGLIANI & MILLER. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review** 48, 1958.

MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, p. 147-175, 1977.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, p. 187-221, 1984.

NISBETT, R. E. & ROSS, L. (1980). **Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment**. Prentice-Hall, New Jersey.

RUBINSTEIN, M.. Rational markets: Yes or no? The affirmative case. **Financial Analysts Journal**, 57(3):15–29, 2001.

THALER, R.; BARBERIS, N. A Survey of Behavioral Finance. In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. (Eds.) **Handbook of the Economics of Finance**. New York: North-Holland, 2003.

WEINSTEIN, N. D.. Unrealistic optimism about future life events. **Journal of Personality and Social Psychology**, 39(5):806–20, 1980.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3a. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

ZYSMAN, J. **Government, markets and growth**. Cornell University Press, 1983.