UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE ORGANIZAÇÕES

LEANDRO RODRIGUES

Mercado de capitais para pequenas e médias empresas: percepções de um grupo
de gestores de empresas em crescimento

Orientadora: Profa. Dra. Elizabeth Krauter

RIBEIRÃO PRETO

2018

Prof. Dr. Vahan Agopyan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. André Lucirton Costa
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Jorge Henrique Caldeira de Oliveira
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Alexandre Pereira Salgado Junior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações

LEANDRO RODRIGUES

Mercado de capitais para pequenas e médias empresas: percepções de um grupo
de gestores de empresas em crescimento

Dissertação apresentada ao Programade Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Mestre em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível no Serviço de Pós-Graduação da FEA-RP/USP.

Orientadora: Profa. Dra. Elizabeth Krauter

RIBEIRÃO PRETO

2018

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Rodrigues, Leandro

Mercado de capitais para pequenas e médias empresas:
percepções de um grupo de gestores de empresas em crescimento.
Ribeirão Preto, 2018.

114 p. : il. ; 30 cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de
concentração: Finanças

Orientador: Krauter, Elizabeth.

1. Pequena e média empresa. 2. Mercado de capitais. 3.
Fontes de financiamento. 4. Governança Corporativa.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Nome: Leandro Rodrigues

Título: Mercado de capitais para pequenas e médias empresas: percepções de um grupo de gestores de empresas em crescimento

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Área de Concentração: Administração de Organizações

Aprovado em: ____/____/____

Banca examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura _____

DEDICATÓRIA

Aos meus pais e amigos.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pelo dom da vida e a oportunidade de poder concluir mais esta etapa importante.

Aos meus pais Waldir (*in memoriam*) e Elza, pelo apoio e por acreditarem em mim desde o começo.

Aos meus amigos, que me incentivaram a iniciar o mestrado e me fizeram acreditar que este objetivo seria possível.

Ao Jonas Ferreira, pela colaboração no período de preparação para o processo seletivo.

À Profa. Dra. Elizabeth Krauter, que me orientou ao longo desses anos.

Aos professores, Dr. Almir Ferreira de Sousa e Dr. Vinicius Silva Pereira, pelas importantes contribuições feitas durante a qualificação.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), pelo auxílio financeiro.

Aos funcionários da secretaria de Pós-Graduação, pela atenção e eficiência.

A todos os gestores das pequenas e médias empresas que aceitaram participar da pesquisa.

“Para todo esforço, há fruto”

Provérbios 14, 23a

RESUMO

RODRIGUES, L. Mercado de capitais para pequenas e médias empresas: percepções de um grupo de gestores de empresas em crescimento. 2018. 114p. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2018.

As pequenas e médias empresas desempenham um papel importante para a economia dos países, seja pela geração de empregos ou por sua participação no Produto Interno Bruto. No entanto, esse grupo de empresas enfrenta uma série de dificuldades quanto à obtenção de recursos para alavancar o seu crescimento e financiar seus projetos de longo prazo. Uma das alternativas é o acesso ao mercado de capitais, opção que deve ser incentivada e facilitada pelas instituições interessadas. Apesar da relevância do tema é possível observar a escassez de pesquisas relacionadas ao assunto, portanto, este trabalho pretende apresentar um referencial que possa colaborar com o crescimento e desenvolvimento da pequena e média empresa e com novas pesquisas nesta área. A pesquisa é quantitativa de caráter exploratória, não probabilística. Os meios de obtenção dos dados são: bibliográfico e pesquisa de campo, através de um questionário enviado para um grupo de gestores de pequenas e médias empresas emergentes. Os resultados sugerem que esses gestores possuem conhecimento sobre diferentes fontes de financiamento, sobre mercado de capitais e Governança Corporativa. As empresas pesquisadas são de capital fechado e a maioria não pretende abrir o capital. Dentre as que pretendem abrir o capital ou não desconsideram essa possibilidade, os resultados apontam que elas estão se preparando para futuro acesso ao mercado de ações, mas os seus gestores apontam os custos, principalmente os relacionados ao processo de IPO como principal barreira. Os resultados sugerem vários fatores que podem colaborar com as PMEs, como incentivos fiscais aos investidores e presença de um assessor. Indicam também que esse grupo de empresas em crescimento pretende prosseguir com suas estratégias de crescimento, aplicando os recursos obtidos em tecnologia, inovação e busca de novos mercados. O trabalho possui aplicabilidades práticas por trazer informações que podem ser utilizadas por gestores que desejam buscar novas formas de financiamento para seus projetos e colaborar com o aprimoramento do segmento da bolsa voltado para pequenas empresas com potencial de crescimento.

Palavras-chave: Pequena e média empresa. Mercado de capitais. Fontes de financiamento. Governança Corporativa.

ABSTRACT

RODRIGUES, L. Capital markets for small and medium-sized enterprises: perceptions of a group of managers from growing firms. 2018. 114 p. Dissertation (Master). School of Economics, Administration and Accounting of Ribeirao Preto, University of Sao Paulo, Ribeirao Preto, 2018.

Small and medium-sized enterprises play an important role in the countries' economy either by generation of employment or for their share in Gross Domestic Product (GDP). However, this group of companies face a range of difficulties related to obtaining financial resources to leverage growth and to finance long-term projects as well. To have access to capital market is one possible alternative, which needs to be encouraged and facilitated by interested agencies. Despite the relevance of this issue we can observe a few studies related to this subject. Therefore, this work aims to present a framework that can collaborate with the growth and development of small and medium-sized enterprises, in addition to encourage further researchs in this field. This is an exploratory study with a quantitative approach, non-probabilistic. The means used to obtain the data were bibliographic and field research by way of a structured questionnaire which was sent out to an emerging enterprises' group of managers. The findings suggest that the managers have knowledge on different sources of financing, as well as, capital market and Corporate Governance. The researched firms are privately-held companies and most of them don't intend to open up their capital. Among those firms which intend to open up their capital or not disregard this possibility, the results point out that these firms have been getting ready for a possible initial public offering in the future, but their managers consider the costs, mainly those related to the IPO process, the main barrier. The results also suggest that many factors can contribute with SMEs, such as tax incentives to investors and assistance from an advisor. The findings indicate that this group of growing firms intend to proceed with their growth strategies, applying resources in technology, innovation, and new markets. The work has practical applicabilities, the results can be used by managers who wish to access new sources of financing and cooperate with the improvement of the stock market segment for small and medium-sized businesses with potential growth.

Keywords: Small and medium-sized enterprise. Capital market. Funding sources. Corporate Governance.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Empresas listadas Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2	58
Quadro 2 - Quadro comparativo: iniciativas, referencial teórico e resultado da pesquisa	91

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Número de empresas com capital aberto, por porte.....	17
Tabela 2 - Total de PMEs listadas nas bolsas de valores e Mercados Alternativos –2014	17
Tabela 3 - Quantidade de empresas e total de pessoal ocupado total no setor industrial.	22
Tabela 4 - Importância das pequenas e médias empresas.	22
Tabela 5 - Número de empresas exportadoras de acordo com tamanho em anos selecionados	23
Tabela 6 - Critério SEBRAE para classificação das empresas	24
Tabela 7 - Critério BNDES para classificação das empresas	24
Tabela 8 - Tipos de investidores das bolsas para pequenas e médias empresas	53
Tabela 9 - Perfil das empresas pesquisadas	68
Tabela 10 - Conhecimento e utilização das formas de financiamento.....	69
Tabela 11 - Percepções dos gestores a respeito do mercado de capitais.....	70
Tabela 12 - Fatores facilitadores do acesso das empresas emergentes ao mercado de capitais	74
Tabela 13 - Dificuldades enfrentadas na implantação da Governança Corporativa	77
Tabela 14 - Impactos da Boa Governança para as pequenas e médias empresas	78

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Tipos de financiamento utilizados pelas pequenas empresas	26
Gráfico 2 - Períodos em que as pequenas empresas solicitaram empréstimos bancários	27
Gráfico 3 - Evolução da taxa de juros para as micro e pequenas empresas	29
Gráfico 4 - Histórico do volume de crédito concedido pelo BNDES, por porte da empresa...29	
Gráfico 5 - Porcentagem de créditos concedidos em relação ao PIB do Brasil	30
Gráfico 6 - Porcentagem de créditos concedidos em relação ao PIB a nível mundial	30
Gráfico 7 - Comissões e Despesas por segmento de listagem, na realização do IPO	40
Gráfico 8 - Estrutura financeira dos países com baixa, média e alta renda <i>per capita</i>	56
Gráfico 9 - Conhecimento dos gestores das PMEs sobre mercado de capitais	69
Gráfico 10 - Percepções dos gestores: opiniões comparadas com as principais economias	71
Gráfico 11 - Percepções dos gestores: barreiras para a abertura de capital.....	71
Gráfico 12 - Percepções dos gestores: motivos que impedem a abertura de capital das empresas que representam	72
Gráfico 13 - Percepções dos gestores: custos envolvidos	73
Gráfico 14 - Percepções dos gestores: retorno da abertura de capital	73
Gráfico 15 - Abertura de capital	75
Gráfico 16 - Preparação da empresa para a abertura de capital.....	75
Gráfico 17 - Destinos dos recursos captados via mercado de capitais	76
Gráfico 18 - Conhecimento dos gestores sobre Governança Corporativa.....	77
Gráfico 19- Perfil dos respondentes	79

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1	Importância da pequena e média empresa	21
2.1.1	Classificação das empresas	23
2.2	Estrutura de capital das pequenas e médias empresas.....	24
2.3	Financiamentos para a pequena e média empresa.....	28
2.4	Mercado de capitais	33
2.4.1	Importância do mercado de capitais	33
2.4.2	A decisão de abrir o capital.....	34
2.4.3	Considerações sobre governança corporativa, custos e timing	38
2.4.4	Mercado de capitais para a pequena e média empresa	41
2.5	Algumas experiências internacionais	44
2.5.1	<i>Alternative Investment Market</i> (Londres)	44
2.5.2	<i>TSX Venture</i> (Canadá)	45
2.5.3	<i>NewConnect</i> (Polônia)	46
2.5.4	<i>Bombay Stock Exchange SME</i> (Índia)	47
2.5.5	<i>Junior Market</i> (Jamaica)	47
2.5.6	<i>AltX</i> (África do Sul)	48
2.5.7	<i>Market for Alternative Investment</i> (Tailândia)	49
2.5.8	<i>National Stock Exchange</i> (Austrália).....	49
2.5.9	<i>Nile Stock Exchange</i> (Egito)	50
2.5.10	<i>Enternext</i> (Bélgica, França, Holanda e Portugal)	51
2.5.11	<i>Mercado Alternativo Bursátil</i> (Espanha).....	52
2.6	O papel das instituições responsáveis	52
2.7	Bovespa Mais	56
3	METODOLOGIA	59
3.1	Caracterização da pesquisa.....	59
3.2	Método e instrumento	60
4	ANÁLISE DE DADOS.....	67
4.1	Resultados	67
4.2	Discussões.....	79

4.2.1	Formas de financiamento	79
4.2.2	Conhecimentos dos gestores sobre mercado de capitais.....	81
4.2.3	Preparação para a abertura de capital.....	86
4.2.4	Governança Corporativa	87
4.2.5	Aplicabilidades no segmento voltado para PMEs.....	88
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	95
	REFERÊNCIAS	99
	APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO	107

1 INTRODUÇÃO

As empresas em sua fase de crescimento têm necessidade de obterem recursos para o financiamento de seus projetos de longo prazo. Para esta finalidade, os gestores deverão analisar as fontes disponíveis para a obtenção desses recursos que poderão ser de terceiros ou por meio de recursos próprios.

De acordo com Assaf Neto (2009), quando o financiamento de uma empresa é realizado por meio de recursos próprios, as companhias podem usar, basicamente, de duas alternativas: o autofinanciamento retendo os seus resultados líquidos ou ainda a abertura de capital.

Desta maneira, faz-se necessário considerar a importância do mercado de capitais como forma de captação de recursos de longo prazo para as organizações, ou seja, uma opção para as pequenas e médias empresas como fonte de captação para seus projetos junto aos investidores, o que poderá contribuir para o aperfeiçoamento deste setor como um todo, para aprimoramento dos processos, inovação dessas empresas e para o desenvolvimento do espírito empreendedor (DELOITTE, 2013).

A fim de incentivar e facilitar o acesso deste grupo de empresas ao mercado de capitais é preciso que os órgãos responsáveis criem mecanismos e políticas que possam motivar os gestores das pequenas e médias empresas a recorrerem a esta fonte de recursos. Neste sentido, é importante destacar o papel da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), CVM (Comissão de Valores Mobiliários), Governo e outras instituições na criação de medidas que colaborem com redução dos entraves que dificultam o acesso ao mercado de capitais.

O Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2, a B3, têm incentivado a entrada de empresas ao mercado de capitais, principalmente as pequenas e médias empresas, fornecendo assim todas as informações e estrutura necessárias para as companhias que possuam potencial de crescimento e se comprometam em cumprir os procedimentos necessários e assumindo práticas de governança corporativa e sustentabilidade (BM&FBOVESPA, 2016).

É importante destacar o papel do Comitê Técnico de Ofertas Menores, formado por várias instituições representantes do governo e do setor privado, com a finalidade de desenvolverem estudos e sugestões que possam colaborar com o crescimento das pequenas e médias

empresas utilizando-se do mercado de capitais (BM&FBOVESPA, 2016).

A partir dessas iniciativas é possível que as pequenas e médias empresas encontrem novas possibilidades de crescimento e desenvolvimento, haja vista a relevância desse grupo de empresas para a economia dos países, responsável por grande parte do pessoal empregado e pela sua participação no Produto Interno Bruto - PIB (INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION, 2011).

Diante desta perspectiva, vislumbra-se um potencial ainda pouco explorado no Brasil que é a abertura de capital para as pequenas e médias empresas, realidade consolidada em vários países do mundo e da qual emerge o problema de pesquisa que será explorado neste trabalho: na percepção dos gestores, quais as oportunidades e os desafios da utilização do mercado de capitais pela pequena e média empresa como fonte de financiamento de projetos de longo prazo?

A partir da concepção do problema de pesquisa, é apresentado o objetivo geral que será conhecer as percepções de um grupo de gestores de pequenas e médias empresas em crescimento sobre a utilização do mercado de capitais como forma de captação de recursos para seus projetos de longo prazo.

Sendo assim, é possível estabelecer os seguintes objetivos específicos:

- a) demonstrar as diferentes características dos mercados ou segmentos das bolsas de valores idealizados para as pequenas e médias empresas;
- b) conhecer as percepções de um grupo de pequenos e médios empresários acerca da utilização do mercado de capitais como fonte de obtenção de recursos;
- c) identificar o conhecimento das pequenas e médias empresas com potencial de crescimento e que pretendem abrir o capital, principalmente quanto à adoção de sistemas de governança corporativa;
- d) apresentar as experiências internacionais de bolsas de valores especializadas em listagem de PMEs.

A Deloitte e o Instituto Brasileiro de Relação com Investidores - IBRI (2013) destacam que a participação das pequenas e médias empresas no mercado de capitais brasileiro ainda é consideravelmente baixa. Conforme IBMEC (2016), apesar da grande quantidade de

pequenas e médias empresas existentes, apenas 78 médias empresas atuam como companhia aberta e nenhuma pequena empresa realizou a abertura do seu capital (Tabela 1).

Tabela 1-Número de empresas com capital aberto, por porte.

Tamanho (faturamento)	Números de empresas no Brasil	Companhias abertas não financeiras
Grande (acima de 400 milhões)	5.000	195
Média (20 a 400 milhões)	30.000	78
Pequena (menor que 20 milhões)	4.500.000	0
Total	4.535.000	273

Fonte: Ibmecc, 2016.

Ao comparar os segmentos especiais ou mercados alternativos desenvolvidos especialmente para as pequenas e médias e empresas, a Tabela 2 demonstra que o Bovespa Mais ocupava a 32ª posição em um *ranking* de 35 segmentos e mercados alternativos, até o final do ano de 2014 (WORD FEDERATION EXCHANGE, 2016).

Tabela 2 - Total de PME's listadas nas bolsas de valores e Mercados Alternativos –2014

continua

Total de Empresas Listadas		Bolsa de Valores	Mercado para PME's
1	2.347	TMX Group	TSX Venture
2	1.104	London SE Group	AIM
3	1.061	Korea Exchange	Kosdaq
4	844	Japan Exchange Group	JASDAQ
5	685	Taipei Exchange	Taipei Exchange
6	431	Warsaw Stock Exchange	New Connect
7	406	Shenzhen Stock Exchange	ChiNext
8	278	Intercontinental Exchange Group (NYSE)	Intercontinental Exchange, Inc. / NYSE MKT
9	208	Japan Exchange Group - Osaka	Mothers
10	191	Euronext	Alternext
11	179	Hong Kong Exchanges and Clearing	Growth Enterprise Market
12	174	NASDAQ OMX Nordic Exchange	First North
13	168	Deutsche Boerse	Entry Standard

Tabela 2 - Total de PMEs listadas nas bolsas de valores e Mercados Alternativos – 2014

conclusão

14	155	Singapore Exchange	SGX Catalist
15	111	Stock Exchange of Thailand	Market for Alternative Investment (mai)
16	107	Bursa Malaysia	ACE Market
17	94	Borsa Istanbul	Second National Market
15	82	BSE India Limited	Small & Medium Enterprises
19	58	Johannesburg Stock Exchange	Alternative Exchange
20	50	Luxembourg Stock Exchange	Euro MTF
21	36	Stock Exchange of Mauritius	Development & Enterprise Market
22	35	Oslo Bors	Oslo Axess
23	33	Egyptian Exchange	NILEX
24	30	Viena	Second Regulated Market and Third Market (MTF)
25	26	BME Spanish Exchanges	MAB Expansion
23	26	Irish Stock Exchange	Enterprise Securities Market
27	24	NZX Limited	NZAX
28	21	Moscow Exchange	Innovations and Investments Market
29	20	Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Market
30	14	Athens Stock Exchange	Alternative Market (EN.A)
31	11	Nigerian Stock Exchange	Nigerian Stock Exchange
32	8	BM&FBOVESPA	Bovespa Mais
33	6	National Stock Exchange India	Emerge
34	4	Philippine Stock Exchange	SME Board
35	3	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Pyme Board

Fonte: World Federation Exchange. **Report on SME Exchanges**, 2016.

A busca do mercado de capitais como fonte de financiamento é uma realidade nova e que exigirá dos gestores uma nova postura gerencial e, das empresas, mudanças em suas estruturas e aperfeiçoamento em seus modelos de gestão (BRITO, 2005) que trarão benefícios não somente para os *stakeholders*, como também para o mercado de capitais colaborando para o seu fortalecimento e desenvolvimento e, conseqüentemente, para o crescimento da economia do país (BRITO, 2005; LA TORRE; SCHMUKLER, 2007).

A existência de um *gap* nas fontes de recursos, o chamado *missing middle* (INTERNATIONAL FINANCIAL CORPORATION, 2009) onde, justamente, estão

localizadas as pequenas e médias empresas, justifica também este trabalho, pois, o mercado de capitais pode ser uma alternativa para o preenchimento desse espaço na obtenção de recursos para tal grupo de empresas.

Outra justificativa é a quantidade limitada de pesquisas relacionadas à oferta pública inicial de ações (*IPO*) por empresas brasileiras (OLIVEIRA; MARTELANC, 2014). Por esse motivo, existe um anseio por parte dos gestores das pequenas e médias empresas por informações a respeito do assunto e pela busca de novas opções de investimento para o desenvolvimento de seus negócios (DELOITTE; IBRI, 2013)

Neste sentido, o trabalho de pesquisa poderá contribuir com o preenchimento da lacuna existente na literatura brasileira a respeito da utilização do mercado de capitais como fonte de recursos para as pequenas e médias empresas, principalmente a partir das percepções dos gestores desse grupo de empresas.

Diferente de outras pesquisas realizadas com pequenas e médias empresas, como a Deloitte & Ibri (2013), este trabalho traz uma visão atualizada das percepções de um grupo gestores das PMEs sobre o mercado de capitais, considerando o critério de número de empregados como classificação das empresas que é o critério comumente usado em pesquisas, conforme Moraes (2008).

Outro fato, é que as pesquisas realizadas no Brasil sobre a visão de executivos a respeito da oferta pública inicial de ações, a exemplo Oliveira e Martelanc (2014) ou Steffen e Zanini (2012), não consideram o porte da empresa, portanto este trabalho tem como diferencial apresentar a abertura de capital dentro do contexto das pequenas e médias empresas.

O trabalho exploratório poderá, também, trazer à tona novas evidências a respeito dos segmentos voltados para as pequenas e médias empresas, bem como, colaborar com uma futura revitalização desse segmento no mercado brasileiro, principalmente, através dos novos conhecimentos adquiridos a partir das experiências de outros países.

Outra contribuição importante será a respeito da necessidade de que as empresas que pretendem abrir o capital terão de se prepararem para a nova realidade, principalmente em consideração às mudanças em sua gestão, através da adoção de sistemas de governança

corporativa. Toda essa mudança na gestão trará grandes benefícios, não somente para as empresas que pretendem abrir o capital, mas também, para aquelas com potencial de crescimento.

Tendo em vista que os segmentos voltados para as pequenas e médias empresas têm como objetivo facilitar o acesso das empresas com potencial de crescimento ao mercado de capitais, o universo escolhido para a pesquisa foi composto pelas 100 pequenas e médias empresas que mais crescem no Brasil, de acordo com pesquisa realizada pela Deloitte e Exame (2017).

O trabalho está estruturado da seguinte maneira: após a introdução, no capítulo 2 é apresentado o referencial teórico seguido da metodologia, no capítulo 3. No capítulo 4 é apresentada a análise de dados, resultados e discussões e, por fim, as considerações finais, no capítulo 5.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

No referencial teórico será apresentada, primeiramente, a importância da pequena e média empresa, critérios de classificação, conceitos de estrutura de capital e fontes de financiamento. Na sequência, são apresentados os conceitos de mercado de capitais e governança e, posteriormente, considerações sobre a decisão de abrir o capital, a análise dos custos e o *market timing*, finalizando com uma análise sobre mercado de capitais para a pequena e média empresa, algumas experiências internacionais e o papel das instituições interessadas nesse processo.

2.1 Importância da pequena e média empresa

Conforme Ayyagari, Demirguc-Kunt e Maksimovic (2014), as pequenas e médias empresas desempenham um papel importante, principalmente nas economias em desenvolvimento, pois são responsáveis por grande parte dos empregos gerados, podendo ser comparadas com as empresas de grande porte.

Em média, nos países pesquisados, o total de pessoas empregadas nessas empresas é de 47,94%, enquanto que nas grandes empresas esse índice fica em torno de 52,06%, considerando somente o setor industrial (Ayyagari; Demirguc-Kunt; Maksimovic, 2014).

A partir dos dados disponíveis no Cadastro de Empresas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística -IBGE (2017), referentes ao setor industrial, é possível observar que o total relativo de pessoal empregado nas pequenas e médias empresas é de 38,24 %, enquanto que nas empresas de grande porte fica em torno de 41,12%, de acordo com a Tabela 3.

Comparando com os resultados obtidos por Ayyagari, Demirguc-Kunt e Maksimovic (2014), os dados apresentam semelhanças, confirmando a importância desse grupo de empresas quanto à geração de empregos.

Tabela 3 - Quantidade de empresas e total de pessoal ocupado total no setor industrial.

Porte da Empresa	Empresas		Pessoal Ocupado Total	
	Absoluto	Relativo (%)	Absoluto	Relativo (%)
Total	441.445	100,0	9.300.182	100,0
Micro	381.551	86,40	1.824.089	19,60
Pequena	49.364	11,18	1.936.062	20,82
Média	8.509	1,9	1.715.605	18,45
Grande	2.021	0,5	3.824.426	41,12

Fonte: <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/987> (2017)

Além da geração de empregos é importante destacar a contribuição das pequenas e médias empresas para o Produto Interno Bruto (PIB) dos países. Ayyagari, Beck e Demircug-Kunt (2007) ao realizarem uma pesquisa em pequenas e médias empresas em 76 países, encontram uma forte correlação entre esse grupo de empresas e o PIB.

No entanto, essa contribuição apresenta uma variação entre países, por exemplo: de 16% de participação no PIB em países de baixa renda a 51% nos países que possuem uma renda per capita mais alta (HARWOOD; KONIDARIS, 2015).

A Tabela 4 apresenta um resumo de dados do Banco Mundial a respeito da importância da pequena e média empresa, sua participação no PIB, quantidade de empresas e participação na geração de empregos, conforme Harwood e Konidaris (2015).

Tabela 4 - Importância das pequenas e médias empresas.

Países	Participação no PIB (%)	Quantidade de empresas (%)	Geração de Empregos (%)
Índia	20%	-	40%
África do Sul	52-57%	91%	61%
Taiwan	-	98%	78%
Brasil	20% excluindo as médias	99%	60%
Polônia	72%	>99%	69%
Turquia	60%	99%	76%

Fonte: Adaptado de Harwood e Konidaris (2015).

É importante destacar o papel das pequenas empresas nas exportações brasileiras, de acordo com o SEBRAE (2016), no ano de 2015 as micro e pequenas empresas representaram cerca

de 61% das empresas exportadoras do país. Neste período, houve um aumento da participação não somente das micro e pequenas empresas nas exportações, mas também das médias empresas, diferente das empresas de grande porte que diminuíram as suas exportações em 13,6%, conforme Tabela 5.

Tabela 5 - Número de empresas exportadoras de acordo com tamanho em anos selecionados

Tamanho	2013	2014	2015	Var. % 2015/2014	Part.% no Total 2015
Total	18.357	18.819	19.926	5,9	100,0
Micro	4.741	4.793	5.360	11,8	26,9
Pequena	6.173	6.402	6.803	6,3	34,1
MPE	10.914	11.195	12.163	8,6	61,0
MP Especial	1.135	1.165	1.361	16,8	6,8
Média	3.841	3.869	4.076	5,4	20,5
Grande	2.194	2.227	1.924	(13,6)	9,7
Não classificada	273	365	402	10,1	2,0

Fonte: SEBRAE (2016, p. 25)

As pequenas e médias empresas podem, realmente, se tornar empresas globalmente competitivas, criando grande número de empregos e colaborar para a diminuição da pobreza. Mas é importante considerar que esta realidade é possível somente, quando esse grupo de empresas se desenvolve em condições corretas e dentro em um contexto de ambiente de negócios, não devem ser consideradas de maneira isolada, mas em um ambiente que favoreça o crescimento e desenvolvimento das empresas, sejam elas, pequenas, médias ou grandes (BECK; DEMIRGUC-KUNT; LEVINE, 2003).

2.1.1 Classificação das empresas

Para classificação do porte das empresas, o Serviço Brasileiro de Apoio à Micro e Pequena Empresa (SEBRAE) utiliza o critério de número de funcionários (Tabela 6).

Existe ainda outra classificação conforme a Lei 123, de 14 de dezembro de 2006, onde o critério utilizado é a receita bruta anual. São consideradas microempresas aquelas que obtiverem um resultado igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e empresas de pequeno porte, aquelas com receita bruta maior que 360.000,00 (trezentos e

sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais)(2016).

Tabela 6 - Critério SEBRAE para classificação das empresas

Indústria	Número de empregados	Comércio e Serviços	Número de empregados
Micro	até 19 empregados	Micro	Até 9 empregados
Pequena	de 20 a 99 empregados	Pequena	de 10 a 49 empregados
Média	de 100 a 499 empregados	Média	de 50 a 99 empregados
Grande	mais de 500 empregados	Grande	mais de 100 empregados

Fonte: <http://www.sebrae-sc.com.br/leis/default.asp?vcdtexto=4154>(2016)

Para o Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES) o critério para classificação do porte da empresa é a receita operacional bruta anual (Tabela 7).

Tabela 7- Critério BNDES para classificação das empresas

Classificação	Receita Operacional Bruta Anual
Microempresa	Menor ou igual a R\$ 360 mil
Pequena empresa	Maior que R\$ 360 mil e menor ou igual a R\$ 3,6 milhões
Média empresa	Maior que R\$ 3,6 milhões e menor ou igual a R\$ 300 milhões
Grande empresa	Maior que R\$ 300 milhões

Fonte: <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/quem-pode-ser-cliente/>(2017).

2.2 Estrutura de capital das pequenas e médias empresas

De acordo com a abordagem clássica, as empresas podem considerar uma estrutura de capital adequada através de uma combinação entre capital próprio e de terceiros a fim de minimizar o custo de capital e aumentar o valor da empresa. Para Ross et al. (2010) os gestores podem optar por diferentes combinações de estrutura de capital, podendo usar uma grande quantidade de capital de terceiros ou pouca quantidade de capital e ainda, emitir ações ou outros tipos de instrumentos.

Para Modigliani e Miller (1956) não existe uma estrutura ótima de capital e demonstram, com sua teoria, que a alavancagem financeira é indiferente pois não influencia no custo do capital, diferentemente da visão convencional apresentada por autores da área de finanças.

No entanto, a fim de efetuarem uma correção no artigo anterior, escreveram outro artigo denominado *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a correction* (MODIGLIANI; MILLER, 1963) consideram nesse trabalho as vantagens dos efeitos fiscais através dos recursos obtidos a partir de capital de terceiros. Argumentam que os tributos sendo possíveis de deduções poderiam colaborar com a maximização do valor da empresa, entretando, apontam que mesmo que a obtenção de recurso a partir de capital de terceiros seja vantajosa, os gestores não devem usar 100% desta modalidade, devendo levar em conta outras formas de financiamentos para seus projetos.

A partir da teoria apresentada por Modigliani e Miller (1956) e Modigliani e Miller (1963), Myers (1983) demonstra que através de seus estudos que os gestores escolhem a estrutura de capital mais adequada de acordo com os custos e benefícios da dívida, sendo os custos referentes ao custo de falência e os benefícios da dívida e os benefícios fiscais, a chamada "*trade-off theory*"

Outro trabalho importante foi proposto por Myers e Majluf (1984), onde os autores sugerem que as empresas seguem uma hierarquia de decisões ao optarem por uma modalidade de obtenção de recursos, a chamada "*pecking order theory*". De acordo com os autores, as empresas preferem financiar seus projetos, primeiramente, a partir da retenção dos recursos gerados internamente e quando procuram recursos externos, preferem recorrer a capital de terceiros a buscar financiamento a partir do mercado de capitais. Para a "*pecking order theory*", a decisão a respeito da estrutura de capital das empresas é influenciada pela assimetria de informações entre gestores e investidores.

Conforme Gitman (2004), não existe uma metodologia que ajude a determinar qual seria a estrutura ótima de capital de uma empresa, embora existam pesquisas acadêmicas que demonstrem que é possível determinar uma faixa na qual estaria uma estrutura ótima de capital.

Apesar da quantidade de trabalhos sobre a estrutura de capital, poucos autores têm desenvolvido pesquisas a respeito desse assunto nas pequenas e médias empresas. Uma possível razão pela escassez de estudos deve-se à quantidade de dados disponíveis para a realização dos estudos ou ainda à falta de confiabilidade desses dados, pois essas empresas são, em sua grande maioria, de capital fechado, não sendo obrigadas a divulgarem seus

resultados ou ainda terem suas informações auditadas (FORTE; BARROS; NAKAMURA, 2013).

De acordo com Forte, Barros e Nakamura (2013), as pequenas e médias empresas depois de utilizarem de todos os recursos financeiros próprios, recorrem ao endividamento a fim de obterem novos recursos para seus projetos, corroborando com a “*pecking-order theory*” desenvolvida por Myers e Majluf (1984).

Esta hierarquia é observada também no trabalho de Burkowski, Perobelli e Zanini (2009). Ao analisarem a estrutura de capital de um grupo de pequenas empresas, concluíram que grande parte das empresas pesquisadas possuem um baixo índice de endividamento, a sua principal fonte de financiamento são os lucros gerados, seguido de endividamento a partir de capital de terceiros e por último o aumento de capital próprio, conforme demonstrado no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Tipos de financiamento utilizados pelas pequenas empresas

Fonte: elaboração própria a partir de Burkowski, Perobelli e Zanini (2009)

Embora as pesquisas demonstrem que as pequenas empresas utilizam, em sua maioria, dos lucros como fonte de financiamento de seus projetos, Krauter e Sousa (2016) argumentam que a utilização de empréstimos bancários por parte das pequenas empresas apresenta uma tendência de crescimento ao longo dos anos (Gráfico 2).

Gráfico 2 - Períodos em que as pequenas empresas solicitaram empréstimos bancários para capital de giro.

Fonte: Krauter e Sousa (2016)

Esta tendência de utilização de empréstimos bancários pelas empresas vai ao encontro de Gitman (2004). De acordo com o autor, diferentemente das empresas norte-americanas, as empresas de outros países apresentam um endividamento maior, isto devido a maior participação dos bancos no financiamento dessas empresas, o que não acontece nos Estados Unidos, onde o mercado de capitais é mais desenvolvido e desempenham um papel importante como fonte de recursos para as empresas.

Quando as pequenas e médias empresas recorrem a capital de terceiros, como forma de obtenção de recursos, esses financiamentos são em sua maioria de curto prazo (FORTE; BARROS; NAKAMURA, 2013). Krauter e Sousa (2016) encontraram resultados semelhantes em sua pesquisa, onde 60,6 % das empresas pesquisadas utilizaram empréstimos bancários para capital de giro.

É importante observar que alguns fatores podem influenciar na tomada de decisão dos gestores quanto à ordem dos recursos financeiros que serão utilizados (DWYER; KOTEY, 2015), ou seja, recursos próprios, capital de terceiros ou a utilização do mercado de capitais.

Dentre esses fatores, podem-se listar:

- a) a necessidade por parte dos gestores de permanecerem no controle da empresa (BERGGREN; OLOFSSON; SILVER, 2000; CÁSPEDES; GONZÁLES; MOLINA, 2010);
- b) o tempo de vida da empresa. As empresas mais antigas tendem a ser mais conservadoras quanto a forma de financiamentos que as empresas mais jovens (FORTE; BARROS; NAKAMURA, 2013), por outro lado, as empresas mais maduras têm mais facilidade de acesso a capital de terceiros (BULAN; YAN, 2010).

Para, Kulkarni e Chirputkar (2014), outros fatores também podem influenciar na estrutura de capital das empresas, entre eles o custo do capital que geralmente é maior que o capital de terceiros, isso devido aos riscos que são maiores e os investidores exigem um prêmio para assumirem esses riscos e as taxas que geralmente estão envolvidas e o fator risco, que envolve o risco no negócio e o risco financeiro.

2.3 Financiamentos para a pequena e média empresa

Mesmo desempenhando um papel importante no desenvolvimento econômico dos países, as pequenas e médias empresas encontram uma série de dificuldades quanto ao acesso a algum tipo de financiamento para seus projetos (BECK; DEMIRGUC-KUNT, 2006; FORTE; BARROS; NAKAMURA, 2013).

De acordo com Beck, Demirgüç-Kunt e Peria (2008), essas restrições encontradas pelas pequenas e médias empresas são observadas principalmente nos países em desenvolvimento, onde os bancos tendem a cobrar taxas de juros e tarifas maiores para esse grupo de empresas.

Os Indicadores de Crédito das Micro e Pequenas Empresas no Brasil, elaborado pelo SEBRAE e Banco Central (2016), demonstram que as taxas de juros cobradas para as pequenas empresas têm apresentado ligeira elevação, chegando a 32,2%, sendo considerada a

maior taxa histórica para as micro e pequenas empresas, praticamente o dobro da taxa básica de juros (SELIC) no mesmo período.

Gráfico 3 - Evolução da taxa de juros para as micro e pequenas empresas

Fonte: Indicadores de Crédito das Micro e Pequenas Empresas no Brasil, elaborado a partir de dados do Sistema de Informação de Crédito do Banco Central SCR/BACEN, p.16. (2016).

Conforme o Banco Nacional do Desenvolvimento – BNDES (2017), no Gráfico 4 é possível observar um crescimento na concessão de créditos durante o período analisado, enquanto que a partir de 2014, o gráfico passou a apresentar uma ligeira tendência de queda. De uma maneira geral, quando comparado com outros países, o “crédito no Brasil ainda é escasso” (KRAUTER; SOUSA, 2016).

Gráfico 4- Histórico do volume de crédito concedido pelo BNDES, por porte da empresa.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados

do [http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desempenho/evolucao-dos-desembolsos/\(2017\)](http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desempenho/evolucao-dos-desembolsos/(2017))

Corroborando Krauter e Sousa (2016) os Gráficos 5 e 6 apresentam o total de créditos concedidos em relação ao Produto Interno Bruto. Os créditos concedidos no Brasil, para as empresas, apresentam uma forte queda enquanto os créditos a nível mundial foram crescendo com o decorrer dos anos.

Gráfico 5 – Porcentagem de créditos concedidos em relação ao PIB do Brasil

Fonte:Elaboração própria a partir de dados
do [http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desempenho/evolucao-dos-desembolsos/\(2017\)](http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desempenho/evolucao-dos-desembolsos/(2017))

Gráfico 6 - Porcentagem de créditos concedidos em relação ao PIB a nível mundial

Fonte: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS?end=2015&start=1995&view=chart> (2017)

Na verdade, as instituições bancárias vêem as pequenas empresas como um desafio na concessão de créditos, justamente pela assimetria das informações, além da falta de garantias por parte das pequenas e médias empresas e um custo maior destinado à transações de valores menores (INTERNATIONAL FINANCIAL CORPORATION, 2009; KULKARNI; CHIRPUTKAR, 2014).

A baixa qualidade das informações é realmente uma das causas das dificuldades encontradas pelas pequenas e médias empresas, essas informações disponibilizadas de maneira inadequada representam um risco para as instituições financeiras ao concederem crédito (BECK; DEMIRGUÇ-KUNT; PERIA, 2008; HARWOOD; KONIDARIS, 2015; KRAUTER; SOUSA, 2016; KULKARNI; CHIRPUTKAR, 2014).

Como já fora observado pela *International Financial Corporation* (2009), não obstante o problema das informações, esse grupo de empresas encontra outra barreira relacionada ao acesso ao crédito, que é a exigência de garantias por parte dos bancos como critério para concederem empréstimos (BECK; DEMIRGUÇ-KUNT; PERIA, 2008; HARWOOD; KONIDARIS, 2015), além disso, não existe diferença de financiamentos para pequenas, médias e grandes empresas (BECK; DEMIRGUÇ-KUNT; PERIA, 2008).

Para concederem créditos, principalmente para as pequenas empresas a principal garantia exigida pelos bancos são os imóveis, no entanto, outros tipos de garantia também podem ser exigidos, como: dinheiro e outros ativos líquidos seguidos de garantias bancárias e pessoais (BECK; DEMIRGUÇ-KUNT; PERIA, 2008).

Burkowski, Perobelli e Zanini (2009), corroborando Beck, Demirguc-Kunt, Peria (2008), demonstram, através de pesquisa realizada com pequenas empresas brasileiras, que a maioria dos gestores, realmente, considera que a necessidade de garantias e o grande volume de documentos que são exigidos pelas instituições financeiras no momento da contratação do financiamento são os principais fatores que dificultam a obtenção de empréstimos.

Embora, tenha-se observado alguma mudança por parte dos bancos quanto ao oferecimento de produtos e serviços voltados para as pequenas e médias empresas, nos países em desenvolvimento é comum encontrar microfinanciamentos para as microempresas por parte

de órgãos voltados para esse público, enquanto o foco principal das instituições bancárias são as empresas de grande porte (INTERNATIONAL FINANCIAL CORPORATION, 2009).

Desta maneira, ainda de acordo com a *International Financial Corporation* (2009), existe um *gap* de financiamentos entre as micro e grandes empresas onde se localizam as pequenas e médias, sendo considerado como um “*missing middle*”, um grupo intermediário praticamente inexistente. Dentro desse *gap* de financiamentos, os de longo prazo são aqueles que representam o maior problema para as pequenas e médias empresas. A Figura 1 apresenta esse cenário.

Além dos fatores já mencionados que podem dificultar o acesso das pequenas e médias empresas a financiamentos, outro fator que colabora com essas restrições é a instabilidade econômica dos países em desenvolvimento, ainda que os bancos percebam as pequenas e médias empresas como um segmento lucrativo (BECK; DEMIRGUC-KUNT; PERIA, 2008).

A instabilidade econômica encontrada nesses países é considerada uma barreira para os bancos concederem empréstimos, pelo fato de que as pequenas empresas são as mais afetadas pelos ciclos econômicos, de acordo com Kulkarni e Chirputkar (2014) e Rasch (1994).

Figura 1- Cenário típico das empresas nos países em desenvolvimento

Fonte: Adaptado de International Financial Corporation (2009).

2.4 Mercado de capitais

O mercado de capitais pode ser definido como o conjunto de instituições que tem por finalidade promover a negociação com títulos e valores mobiliários. É através do mercado de capitais que os agentes compradores transferem recursos para os agentes vendedores, que são as empresas que necessitam de financiamento, essas negociações podem ser de médio, longo e até mesmo por prazo indeterminado (PINHEIRO, 2001; ASSAF NETO 2009).

Para Andrezo e Lima (2002), o mercado de capitais é composto por agentes e instrumentos cuja finalidade é oferecer aos indivíduos e entidades que dispõem de recursos financeiros para investimentos, alternativas de aplicação e para aqueles que não possuem os recursos suficientes para seus projetos, alternativas captação de recursos. Consideram ainda, a necessidade de facilitar o contato desses agentes, eliminando ao máximo as dificuldades e minimizando os custos decorrentes dessas negociações.

2.4.1 Importância do mercado de capitais

A importância do mercado de capitais caracteriza-se pela sua função dentro do processo de desenvolvimento econômico do país ao ser considerado o principal responsável por prover a economia com recursos permanentes, como também, pela sua capacidade de facilitar a transferências desses recursos entre poupadores e tomadores, criar condições de liquidez e administração dos riscos (ANDREZO; LIMA, 2002; ASSAF NETO, 2009).

É no mercado de capitais que acontece a redistribuição de financiamentos dentro da economia, pois um investidor poderá vender títulos que ele não considera mais rentáveis e investir em outros com perspectivas mais atraentes. Através do mercado de capitais pode-se obter informações importantes sobre a situação financeira das companhias listadas, bem como, da economia como um todo (ANDRIEŞ, 2009).

Um mercado de capitais que não apresenta um desenvolvimento eficiente poderá trazer algumas consequências. Estudos sugerem que o desenvolvimento financeiro não é responsável somente para a saúde econômica de um país, pode colaborar com o crescimento econômico, impactar sobre a redução da pobreza através da geração de emprego e distribuição

de salários, a partir das melhorias no processo de arrecadação e remuneração (LA TORRE; SCHMUKLER, 2007).

Embora, de uma maneira geral, a relação entre mercado de capitais e o desenvolvimento econômico deva ser vista com certo cuidado (ARESTIS et al., 2001), outros estudos confirmam que existe uma forte correlação entre a liquidez de mercado de capitais, o sistema bancário e taxas atuais e futuras de crescimento econômico, acumulação de capital, crescimento da produtividade e a poupança privada (DEMIRGÜC-KUNT; LEVINE, 1996; LEVINE; ZERVOS, 1998; BECK; LEVINE, 2001).

Beck e Levine (2001), concluíram, que as informações obtidas através de suas pesquisas eram consistentes com outros estudos que destacavam a importância do bom funcionamento bancário e o desenvolvimento do mercado de capitais no processo de crescimento econômico dos países.

Neste contexto, a bolsa de valores é a instituição mais importante do mercado de capitais, sendo sua principal função garantir a negociação dos títulos que são emitidos pelas empresas. Outro aspecto importante da bolsa de valores é facilitar as operações de compra e fusões de empresas além de refletir com precisão a situação geral, tendências e perspectivas de uma economia, que pode ser demonstrado principalmente através do seu índice (ANDRIEȘ, 2009).

De acordo com a BM&FBOVESPA (2000, p. 9), “é fundamental a montagem de uma estratégia que permita um salto no mercado de capitais brasileiro de tal forma que, em pouco tempo e com eficiência, ele possa contribuir para a retomada de um crescimento sustentado”. Deste modo, são necessárias iniciativas por parte dos órgãos responsáveis que sejam capazes de estimular o crescimento do mercado de capitais.

2.4.2 A decisão de abrir o capital

A abertura do capital é a decisão financeira mais importante que uma empresa pode fazer (BULAN; YAN, 2010; OLIVEIRA; MARTELANC, 2014), pois envolve uma decisão estratégica que trará mudanças significativas para toda a organização, tanto na sua gestão, como nos controles internos e no processo de governança corporativa.

Brito (2005) considera que a abertura de capital é, geralmente, um procedimento difícil por

parte dos controladores, envolvendo uma série de estudos e pesquisas, sendo necessária ainda uma mudança de mentalidade quanto à adaptação a uma nova cultura dentro da empresa.

Para a Deloitte e IBRI (2013), os pequenos e médios empresários são conscientes a respeito da necessidade das empresas se adaptarem à condição de companhia aberta e, para obterem bons resultados, essas empresas deverão passar por mudanças significativas na sua cultura e nas estruturas de governança, além de estarem preparadas para a relação com investidores, sempre levando em consideração a realidade do país, “complexa e em constante transformação”.

Conforme, Pinheiro (2001), as organizações quando estão em sua fase de crescimento necessitam de recursos financeiros para o financiamento de seus projetos de expansão. As empresas possuem diversas fontes de financiamento que podem ser: externas, que são as originadas de recursos de terceiros, como também as fontes próprias, constituídas pelo capital próprio ou através dos lucros retidos (Figura 2).

Figura 2 - Fontes de financiamento para as empresas

Fonte: Pinheiro, 2001.

Para Assaf Neto (2009), ao sentirem a necessidade de um aporte de recursos permanente com a finalidade de financiar novos projetos de investimentos e também com a finalidade de promover o crescimento de suas atividades, as empresas passam a considerar a abertura do seu capital, transformando-as em uma sociedade anônima (S.A.), tendo as suas ações listadas na Bolsa de Valores e negociadas no mercado.

Muitas empresas decidem por acessar o mercado de capitais pela necessidade de obterem recursos de longo prazo, enquanto outras desejam aumentar a sua visibilidade perante o mercado ou fazerem a propaganda de seus produtos ou procuram aumentar a credibilidade (ROELL, 1996; HARWOOD; KONIDARIS, 2015; KULKARNI; CHIRPUTKAR, 2014), isso porque essas empresas são obrigadas a cumprirem os critérios de boa governança exigidos pelos segmentos os quais estão listadas (HARWOOD; KONIDARIS, 2015).

Sendo a transparência um dos critérios para a boa governança, Oliveira e Martelanc (2014) argumentam que uma empresa deve optar pela abertura de capital quando ela estiver certa de que as informações fornecidas para o mercado possam ser usadas para uma correta avaliação dos ativos da empresa, diminuindo o prêmio pelo risco exigido pelos investidores e o risco de *underpricing*.

O principal motivo, apresentado por Roell (1996), que leva as empresas a optarem pelo acesso ao mercado de capitais é a busca por novas fontes de financiamentos, pois ao mesmo tempo que aumentam as suas perspectivas de crescimento e, no longo prazo, tenham acesso a novas fontes de crédito além do aumento do poder de negociação de taxas de juros e certas facilidades com bancos, devido ao *status* conseguido como empresa aberta.

Realmente, no período pós-listagem as empresas perceberão uma mudança significativa em sua estrutura e no custo do capital. Os financiamentos que antes eram a partir do capital de terceiros passarão ser obtidos através do mercado de ações, onde muitos investidores institucionais estarão presentes e cujos investimentos trarão importantes benefícios para as organizações (KULKARNI; CHIRPUTKAR, 2014).

Para Kulkarni e Chirputkar (2014), a presença desses fundos como base dos recursos garantem uma boa imagem para as companhias que, por sua vez, aumentarão a sua capacidade de obterem créditos através de outras fontes, em consequência do aumento do capital, da lucratividade e da riqueza.

Ao optar pela abertura de capital, a empresa poderá ter acesso a uma variedade de recursos para financiamento de longo prazo que não estão disponíveis para empresas de capital fechado. As companhias tornam-se mais flexíveis financeiramente, podendo ampliar os instrumentos de captação, como: emissão de debêntures e captação de recursos no exterior,

além de dividirem o risco com os novos sócios, da possibilidade do crescimento do valor patrimonial da empresa, do aumento na capacidade de negociação e do aperfeiçoamento na gestão (BRITO, 2005).

Muitas outras vantagens poderão ser consideradas, de acordo com Brito (2005), por exemplo: ao abrirem o capital as empresas terão acesso a um volume de recursos a longo prazo, ou seja, sem prazo para liquidar a dívida, com a vantagem de não incorporar juros elevados ao principal das dívidas. O processo de abertura de capital torna as empresas mais fortes, pois adquirem uma fonte de recursos permanente.

“Além de vantagens para as empresas, existem também as vantagens para a economia. Ao investir, as empresas aumentam produção, geram empregos e renda, proporcionam aumento na arrecadação de impostos, etc.” (PINHEIRO, 2001, p. 102). Outro benefício da abertura de capital é que as empresas podem utilizar dessa nova realidade como ferramenta de motivação e retenção para executivos e funcionários através de sistemas que favoreçam as suas participações nas ações da empresa (ROELL, 1996).

Apesar de todos os benefícios que as empresas podem obter ao utilizarem o mercado de capitais, Cáspedes, Gonzalez e Molina (2010) ao estudarem a estrutura de capital das empresas da América Latina, identificaram que as empresas latino-americanas preferem evitar o financiamento a partir da emissão de ações. Esse comportamento deve-se à preocupação dos seus gestores em perderem ou compartilharem controle de suas empresas, sendo esta, uma característica das empresas com propriedades altamente concentradas.

É importante, no entanto, observar as desvantagens de ser uma companhia de capital aberto. Roell (1996) apresenta duas desvantagens fundamentais: a primeira delas são os custos e a segunda é o perigo de perda do controle da empresa. Para Brito (2005), as principais desvantagens são: a necessidade de uma maior distribuição de dividendos e a influência dos investidores nas decisões da companhia, por consequência da concentração das ações nas mãos de poucos acionistas, resultando em uma maior cobrança e pressão sobre a gestão da empresa.

2.4.3 Considerações sobre governança corporativa, custos e timing

Segundo Silveira (2015, p. 29) a governança corporativa “diz respeito de como as empresas são dirigidas e controladas, incluindo suas regras implícitas e explícitas, com destaque entre seus principais personagens: diretoria, conselho de administração e acionistas”.

Destaca que para o público externo, a governança significa que as empresas tenham transparência, sejam capazes de garantir que os acionistas exerçam os seus plenos direitos e sejam empresas sustentáveis em termos sociais, ambientais e econômicos (SILVEIRA, 2015).

Para Rossetti e Andrade (2011, p.138) a governança corporativa pode ser definida como:

- a) a guardiã dos direitos das partes com interesses em jogo nas empresas;
- b) sistemas de relações pela qual as sociedades são dirigidas e monitoradas;
- c) estrutura de poder que se observa no interior das corporações;
- d) sistema normativo que rege as relações internas e externas da companhia.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2015, p.20), governança corporativa “é o sistema pela qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização, e controle e demais partes interessadas”. Na Figura 3 são apresentados o contexto e a estrutura de um sistema de governança corporativa.

Figura 3- Contexto e estrutura do sistema de governança corporativa

Fonte: IBGC. Código das melhores práticas de governança corporativa, p.19, (2015)

As boas práticas de governança transformam os princípios básicos de transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa em recomendações objetivas com a finalidade de colaborar com a geração de valor da empresa no longo prazo, contribuindo para obtenção de recursos e melhoria da qualidade da gestão das empresas. (IBGC, 2015).

De acordo com *The Organisation for Economic Co-Operation and Development - OECD* (2015), a utilização do mercado de capitais como meio de obtenção de recursos de longo prazo é de suma importância para as empresas orientadas para o crescimento e as boas práticas de governança corporativa são um meio eficaz para criar confiança no mercado e integridade nos negócios.

Além das boas práticas de governança corporativa, as empresas devem considerar os custos, sendo estes a principal dificuldade para as companhias que avaliam a possibilidade de abrir o capital. Esses custos envolvem o processo de preparação para a oferta inicial de ações, a manutenção da condição de companhia aberta, os custos com a reestruturação da empresa e *underpricing* (OLIVEIRA; MARTELANC, 2014; ROELL, 1996).

Para as pequenas e médias empresas, a Governança Corporativa é um assunto que não faz parte do cotidiano dos gestores. De acordo com Gils (2005) e Mahzana e Yanb (2014), muitos gestores desse grupo de empresas têm um conhecimento limitado a respeito do assunto ou acreditam que a Governança Corporativa não trará mudanças consideráveis para as suas empresas, conforme Clarke e Klettner (2010).

Para Parsa, Chong e Isimoya (2007) os gestores das pequenas e médias empresas não se preocupam com os temas mais estratégicos, a sua atenção está voltada para os problemas que fazem parte da gestão diária da empresa, portanto assuntos relacionados à conformidade com práticas de Governança Corporativa não são considerados por esses gestores.

Em relação aos custos, o Gráfico 7 apresenta o total de custos e despesas de uma oferta pública de ações em relação ao valor da oferta por segmento de listagem, o gráfico demonstra que os custos para as pequenas e médias empresas listadas no Bovespa Mais são praticamente os mesmos que para os outros segmentos, enquanto que as despesas são maiores, portanto, os dados indicam que o processo de realização de um *IPO* é mais oneroso para as empresas de

pequeno porte. De acordo com a Deloitte (2016), as despesas mais elevadas são aquelas com advogados, auditores e consultores.

Os custos mais relevantes são as comissões dos coordenadores enquanto as outras despesas são menos relevantes e, por possuírem características de custos fixos, podem ser reduzidas de acordo com o volume de distribuições, portanto é de suma importância que os gestores das empresas façam uma avaliação cuidadosa desses custos e despesas, pois são essas informações que possibilitarão a avaliação das melhores opções para a abertura do capital, além de terem um controle sobre os recursos que serão necessários para a realização do *IPO* (DELOITTE, 2016).

Outro fator importante que se deve levar em conta é *otiming* ideal para a tomada de decisão. De acordo com Damodaran (1997), o *timing* é uma análise de como está se comportando o mercado, a direção que ele está tomando, geralmente dentro de um curto prazo. Esta análise do comportamento do mercado, observando seus momentos de altas e baixas, pode ajudar as empresas a ganharem ou economizarem uma quantidade substancial de capital no longo prazo.

Gráfico 7 – Comissões e Despesas por segmento de listagem, na realização do IPO

Fonte: Deloitte (2016)

Van Horne e Wachowicz (2008) complementam dizendo que ao decidirem pela utilização do mercado de capitais, as empresas devem observar as condições do mercado, ou seja, verificar se é o momento ideal para tomar a decisão. Para os autores, as empresas são como que forçadas a avaliarem as alternativas de financiamento à luz das condições do mercado e das suas expectativas.

Em pesquisa realizada por Oliveira e Martelanc (2014), os resultados indicam que as companhias brasileiras levam em consideração o *market timing* e aproveitam os momentos de alta no mercado para realizarem IPO. Essas empresas analisam o preço das ações listadas na Bolsa de Valores e, segundo os autores, elas realizam uma oferta pública de ações quando o valor médio dessas ações for maior que o seu valor contábil por ação.

2.4.4 Mercado de capitais para a pequena e média empresa

Considerando as dificuldades encontradas pela pequena e média empresa para obterem créditos e o *gap* de financiamentos, principalmente aqueles de longo prazo, (INTERNATIONAL FINANCIAL CORPORATION, 2009), o mercado de capitais pode ser uma fonte importante de recursos para esse grupo de empresas.

Em vários países podem-se observar experiências de segmentos ou mercados alternativos com a finalidade de facilitar o acesso das pequenas e médias empresas, com potencial de crescimento, ao mercado de capitais. Este grupo de empresas, devido as suas características específicas, requer um tratamento diferenciado daqueles que são dados para às empresas de grande porte.

Araujo e Ramirez (2016) argumentam que esse tratamento diferenciado às pequenas e médias empresas que buscam financiamento através das bolsas de valores deve-se, justamente, a sua diferença em relação às grandes empresas no sentido da baixa capitalização e a falta de interesse dos investidores devido ao seu baixo nível de transparência e liquidez.

Para se tornarem uma companhia aberta, é necessário que as empresas estejam preparadas para essa nova realidade. De acordo com a Deloitte e IBRI (2013), essa preparação envolve um aperfeiçoamento na sua gestão, a adoção de boas práticas de governança corporativa e podendo assim, favorecer o crescimento, geração de empregos, receita e arrecadação, trazendo benefícios para toda a cadeia produtiva.

As empresas poderão diminuir a sua dependência do financiamento de terceiros equilibrando a sua estrutura de capital, trazendo benefícios para a própria organização, para os bancos (no sentido de que eles poderão, ao invés, de conceder financiamentos, investir em ações dessas

empresas ou ainda através da securitização), mercado de capitais e para toda a economia, colaborando com a criação e a geração de riqueza (KULKARNI, CHIRPUTKAR, 2014).

Oliveira e Martelanc (2014) corroboram Kulkarni e Chirputkar (2014) através de pesquisa com empresas brasileiras de capital aberto. Os resultados demonstram que o principal fator que motivou essas empresas a optarem pela abertura de capital foi, justamente, a necessidade de ajustar a sua estrutura de capital.

A maioria das empresas antes de recorrerem ao mercado de capitais tinham buscado recursos de terceiros para os seus projetos, as companhias haviam feito investimentos antes do *IPO*, portanto, encontraram no mercado de capitais uma nova fonte de recursos para continuarem investindo (OLIVEIRA; MARTELANC, 2014).

Para Harwood e Konidaris (2015), muitos países e diversas bolsas de valores têm trabalhado no intuito de criar mecanismos que facilite o acesso dessas empresas ao mercado de capitais, no entanto, poucos deles têm obtido sucesso. Como casos de sucesso, estão: a *Alternative Investment Market* (AIM) no Reino Unido, a *TSX Venture Exchange* no Canadá e a *Australian Securities Exchange* (ASX) na Austrália (HARWOOD; KONIDARIS, 2015) e a plataforma para pequenas e médias empresas na bolsa de valores da Índia, a *Bombay Stock Exchange - BSE&NSE* (KULKARNI; CHIRPUTKAR, 2014).

Ainda, de acordo com Harwood e Konidaris (2015), a criação de um segmento próprio nas bolsas de valores para essas empresas nos países emergentes é um processo mais difícil, no entanto, alguns segmentos têm apresentado algum sucesso, como a *GreTai Securities Market* em Taipei e *Warsaw Stock Exchange (WSE) NewConnect* na Polônia. Outros países têm tentado entender o porquê do resultado modesto apesar de possuírem um número expressivo de pequenas e médias empresas.

Em alguns países que iniciaram esse trabalho com sucesso, em um certo momento foi necessário que esses segmentos especiais descontinuassem seus serviços, Rasch (1994) e Banerjee (2006) ao estudarem os motivos do fracasso desses segmentos, detectaram que o principal problema para esses mercados foi a falta de liquidez.

Rasch (1994) realizou sua pesquisa em bolsas de valores da Europa que foram obrigadas a encerrarem seus segmentos voltados para as pequenas e médias empresas. Observou que tais segmentos criados pelas bolsas de valores e que favoreciam a abertura de capital para esse grupo de empresas obtiveram um grande resultado em seus primeiros anos, mas perderam o vigor ao longo do tempo como conseqüência da falta de liquidez desses mercados.

É importante notar que vários outros motivos foram responsáveis por esta situação, desde problemas nos mecanismos de funcionamento desses segmentos a problemas cíclicos, como por exemplo: pequena diferenciação entre o segmento principal e o segmento para pequenas e médias empresas, principalmente quanto aos custos e extensa lista de procedimentos exigidos para listagem; alguns países apresentaram problemas de ordem fiscal e outros não eram mercados compostos por empresas jovens e inovadoras; destaca-se também a vulnerabilidade das pequenas empresas a períodos de recessão da economia (RASCH, 1994).

Como solução para esses problemas, sugere-se a criação de um segmento independente do segmento principal nos moldes da *NASDAQ*, nos Estados Unidos, cujo foco principal são as pequenas empresas do ramo de tecnologia. É importante notar que os principais investidores da *NASDAQ* são institucionais, grande parte são empresas de *venture capital*, especializadas em investimentos em empresas jovens de alta tecnologia e de alto risco (RASCH, 1994).

Neste contexto é válido destacar a *Over the Counter Exchange of India (OTCEI)*, segmento criado com o mesmo modelo da *NASDAQ* e da mesma maneira dos segmentos europeus, apresentou grande sucesso no seu início, mas foi declinando com o passar dos anos, porém a sua plataforma inicial permanece válida, o que merece alguma atenção e esforços para a sua revitalização (BANERJEE, 2006).

De acordo com Banerjee (2006), alguns fatores fizeram com que a *OTCEI* fosse diminuindo a sua liquidez:

- a) o *timing*, que é o momento a ser considerado ao lançar um novo produto ou serviço, sendo que as empresas não avaliaram o momento adequado para realizarem o *IPO*;
- b) esforço de marketing, talvez não tenha sido o suficiente;
- c) muitas empresas listadas falharam em seus negócios e perderam dinheiro, seria interessante que essas empresas tivessem acesso a consultores que assegurassem a saúde dessas organizações;

- d) a microestrutura do mercado não foi de acordo com os objetivos do segmento, embora tenha sido adequada quanto à transparência, integridade e eficiência, apresentava um alto custo.

Para Kulkarni e Chirputkar (2014), a transparência é de suma importância para o segmento voltado para as pequenas e médias empresas, pois a eficiência do mercado depende da disponibilidade das informações e, por conseguinte, as bolsas de valores devem disponibilizar uma plataforma que garanta uma base contínua de informações sobre essas empresas.

Araújo e Ramirez (2016) destacam que as bolsas de valores voltadas para as pequenas e médias empresas, devem ter também como finalidade criar uma relação entre as empresas e os investidores privados ou institucionais. Esses investidores que procuram aplicar seus recursos nesse grupo de empresas são aqueles com estratégias de investimento de longo prazo diferente daqueles que realizam investimentos em grandes empresas e busca de dividendos.

Segundo Kulkarni e Chirputkar (2014), as pequenas e médias empresas poderão obter uma série de benefícios acessando o mercado de capitais, como por exemplo: acesso ao capital necessário para seus projetos, ter condições de reestruturar o capital da empresa, melhorar a gestão da organização com acesso às novas tecnologias, desenvolvimento de novos produtos, retenção de talentos através da aquisição de ações por parte dos funcionários, fusão ou aquisição de novas empresas, além de melhorar a imagem da empresa diante do mercado.

2.5 Algumas experiências internacionais

2.5.1 *Alternative Investment Market* (Londres)

Apesar dos vários problemas envolvendo esses segmentos, é possível observar alguns *cases* de sucesso, como o *Alternative Investment Market -AIM* (KULKARNI; CHIRPUTKAR, 2014; HARWOOD; KONIDARIS, 2015;) que é o mercado internacional da bolsa de valores de Londres para as empresas menores, com procedimentos de listagem mais simples que inclui as empresas em seu estágio inicial apoiadas por *venture capital* e também empresas consolidadas no mercado. Desde a sua criação, em 1995, mais de 3650 empresas de todo mundo tem optado pela *AIM*, de acordo com informação no site da *London Stock Exchange*.

As empresas listadas no *Alternative Investment Market (AIM)* devem contar com um suporte de um profissional habilitado que possa ajuda-las antes e após a sua listagem, de modo que possa trazer uma garantia aos investidores. Esses profissionais devem ser pessoas com experiência no mercado e que podem se punidos caso tragam para o mercado empresas que não atendam aos requisitos necessários para a listagem (HARWOOD; KONIDARIS, 2015).

De acordo com Harwood e Konidaris (2015) o *Alternative Investment Market (AIM)*, não é um modelo que deva ser copiado nos mesmos moldes pelos mercados emergentes, isto porque as pequenas e médias empresas desses países são menores que aquelas listadas no *AIM*, portanto, esse modelo pode ser customizado para esses mercados. E, também, o *Alternative Investment Market* não reduz os custos para o emissor e possui todo um modelo regulatório que implicaria altos custos para as empresas de mercados emergentes, impossibilitando suas listagens.

2.5.2 *TSX Venture* (Canadá)

O *TSX Venture* é considerado o principal ecossistema do mundo, cujo objetivo é dar todo suporte necessário para os empreendedores e as empresas em seus primeiros estágios de companhia aberta. A *TSX Venture* funciona como um centro de conexão entre os *stakeholders*, onde estão incluídos também empresários, investidores, financiadoras, corretoras, advogados, contadores, profissionais da indústria e reguladores, do Canadá e de outras partes do mundo (TSXV, 2017)

Ainda conforme a TSXV (2017), esse mercado tem passado por algumas dificuldades nos últimos anos, devido a fatores macroeconômicos que levaram a TSXV a promover encontros com profissionais do mercado a fim de discutir os problemas e apresentar algumas soluções que possam revitalizar o mercado de capital de risco canadense.

Neste sentido, TSXV tem trabalhado dentro de três dimensões (TSXV, 2017):

- a) redução dos custos administrativos e de *compliance* de maneira significativa, sem comprometer a confiança do investidor;
- b) expansão da base de investidores que desejam aplicar seus recursos para financiar as companhias e, dessa maneira, aumentar a liquidez do mercado;

- c) aumentar e diversificar a base da lista de ações: este mercado é composto por empresas ligadas a recursos naturais, propõe-se, portanto, diversificar as empresas, por exemplos atrair mais empresas inovadoras de diferentes setores.

2.5.3 *NewConnect* (Polônia)

A *Warsaw Stock Exchange* desenvolveu o *NewConnect* para pequenas *start-ups* com idéias inovadoras e que buscam recursos para financiar seus projetos e pode ser considerado como um lugar de treinamento onde essas empresas se preparam para listagem na bolsa de valores principal (LEWANDOWSKA, 2010).

Tem também a finalidade de financiar as empresas com alto potencial de crescimento, auxiliar essas empresas no desenvolvimento de alta tecnologia, provendo as condições necessárias para que essas companhias destinem recursos para P&D, de acordo com Lewandowska (2010).

Embora a *NewConnect* tenha o status de um mercado organizado, ele não está submetido aos regulamentos da bolsa de valores da Polônia e sua fórmula é relativamente liberal. No entanto, apesar dessas características, os investidores podem ter a certeza do alto nível de transparência exigido das empresas listadas (LEWANDOWSKA, 2010).

Ainda de acordo com Lewandowska (2010), para que as empresas sejam listadas, é exigido que as mesmas contratem um assessor autorizado (*advisor*), que são aqueles profissionais que têm por função preparar a empresa para o processo de listagem. Existe ainda, a presença o *Market Maker*, cuja função é assegurar a liquidez do mercado.

Lewandowska (2010) argumenta que apesar de todo o seu crescimento, o *NewConnect* ainda enfrenta o problema da baixa liquidez. É um mercado onde os investidores podem ganhar muito, mas também, podem obter consideráveis perdas.

Para promover a adoção de boas práticas a *WSE* divulgou em 2008 algumas resoluções que tornou obrigatória, por parte das empresas listadas, a divulgação anual de relatórios que apresentem a aplicação das regras de governança corporativa (LEWANDOWSKA, 2010).

2.5.4 *Bombay Stock Exchange SME* (India)

No ano de 2008, a *Securities Exchange Board of India (SEBI)* criou um modelo de plataforma com a finalidade de facilitar o acesso das pequenas e médias empresas indianas ao mercado de capitais, sendo esse modelo implantando pela *Bombay Stock Exchange (BSE)* no ano de 2011.

As suas principais características são as taxas reduzidas e critérios simplificados de listagem, quando comparados com aqueles exigidos no mercado principal, além da participação de um intermediário autorizado que auxilia as empresas em todo o processo de listagem (MILKEN INSTITUTE, 2017).

De acordo com a *BSE SME* (2017), essa plataforma tem sido realmente um sucesso. Um total de 191 companhias tem acessado esse mercado, sendo que dessas empresas, 163 estão listadas e as outras estão ainda em processo de listagem. Outro fato que merece destaque é a migração de 22 empresas para o mercado principal da *Bombay Stock Exchange (BSE)*, além do considerável desempenho do *IPO Index Performance*, que já é o principal *SME Index* no mundo.

2.5.5 *Junior Market* (Jamaica)

Devido à importância das pequenas e médias empresas para a economia da Jamaica, os órgãos legisladores criaram iniciativas com o intuito de destravar o acesso ao financiamento desse grupo de empresas. Entenderam que deveriam desenvolver projetos que pudessem colaborar com aquelas PME's com potencial de crescimento no sentido de favorecer a obtenção de recursos através do mercado de capitais (MILKEN INSTITUTE, 2017).

Essa iniciativa incluiu a criação, em 2009, de uma plataforma denominada *Junior Market*, cujo objetivo é expandir as fontes de financiamentos para projetos de médio e longo prazo para as pequenas e médias empresas que estejam qualificadas para acessar o mercado de capitais, desenvolver o setor industrial da Jamaica e criar um caminho para que as empresas possam acessar futuramente o mercado principal da Bolsa de Valores, destaca a *Milken Institute* (2017).

Conforme a *Junior Market* (2012), esta plataforma foi criada para atrair novos recursos e também para estimular as *start-ups*. As empresas que desejarem acessar a *Junior Market* deverão se comprometer com as regras de transparência através da divulgação de informações, sendo essas exigências as mesmas para as empresas listadas no mercado principal. Já as taxas de listagem são 50% menores que as cobradas no mercado principal, além de incentivos fiscais aprovados pelo governo.

Outra característica dessa plataforma é a necessidade da contratação de um "mentor" autorizado e com os conhecimentos e experiências necessários para auxiliar as empresas habilitadas no cumprimento dos regulamentos bem como, as boas práticas de governança corporativa (JUNIOR MARKET, 2009).

2.5.6 AltX (África do Sul)

A Bolsa de Valores de Joanesburgo (JSE) lançou em 2003 o segmento de mercado denominado *AltX*, com a intenção de expandir o acesso das pequenas e médias empresas sul-africanas ao mercado de capitais. O *AltX* segue o modelo do *Alternative Investment Market* (*AIM*) de Londres (MILKEN INSTITUTE, 2017).

Ainda de acordo com a *Milken Institute* (2017), durante os quatro primeiros anos da *AltX*, a quantidade de empresas que acessaram o segmento permaneceu estável, mas a partir de 2007 as listagens alcançaram o seu ponto máximo e no ano de 2008 a quantidade de novas listagens diminuíram e as deslistagens aumentaram, sendo que em 2009, o total de empresas listadas chegou a 79. O Banco Mundial atribuiu o declínio da *AltX* à falta de interesse dos investidores institucionais.

Conforme a *Johannesburg Stock Exchange* (JSE, 2017), as empresas que desejarem acessar a *AltX* deverão primeiramente nomear um assessor devidamente autorizado que deverá guiar a empresa em todo o processo de listagem. Outra exigência é que os diretores das empresas participem de um curso introdutório, onde são apresentados os requerimentos para listagem na bolsa de valores de Joanesburgo, princípios e práticas de governança corporativa, além de outros tópicos importantes para as empresas que desejam obter recursos através do mercado de capitais.

2.5.7 *Market for Alternative Investment* (Tailândia)

A Bolsa de Valores da Tailândia criou o segmento denominado *Market for Alternative Investment (MAI)*. É um mercado focado nas pequenas e médias empresas jovens baseadas no conhecimento, com alto potencial de crescimento e inovadoras. A função desse mercado não é somente favorecer o acesso das pequenas e médias empresas tailandesas a financiamentos, mas também, oferecer aos investidores um leque maior de oportunidades de investimentos (CHORRUK; WORTHINGTON, 2013).

Ainda de acordo com Chorruck e Worthington (2013), o *MAI* segue as mesmas regras do mercado principal, mas os regulamentos de listagem são mais flexíveis. Conforme a *The Stock Exchange of Thailand - SET* (2017), as empresas que desejarem acessar o *MAI* deverão seguir os procedimentos de preparação para a listagem: entender sobre as responsabilidades dos diferentes comitês, reestruturar as empresas, obedecendo critérios de boas práticas de governança corporativa, criar e manter um bom sistema de controle interno, preparar os relatórios de acordo com as normas de contabilidade e contratar um assessor autorizado para trabalhar em conjunto com o auditor.

O *Market for Alternative Investment* possui um índice, que é calculado usando o método de capitalização ponderado, a partir dos preços de todas as ações negociadas no *MAI*, excluindo as ações que estão suspensas por mais de um ano (MAI, 2017).

2.5.8 *National Stock Exchange* (Austrália)

A *National Stock Exchange (NSX)*, na Austrália, tem como foco as pequenas e médias empresas, sendo ela mesma listada na Bolsa de valores australiana. Em comparação com a bolsa principal, na *NSX* os critérios para *IPO* são mais simplificados e as despesas são modestas (DWYER; KOTEY, 2015).

Ainda de acordo com Dwyer e Kotey (2015), a *NSX* exige que o requerente tenha ao menos 50 investidores, com um mínimo de \$2000 em ações e 25 % das ações em posse de partes não relacionadas, deve apresentar um valor mínimo de capitalização no mercado, não sendo necessário que as empresas apresentem um mínimo de lucro nos últimos anos, no entanto, as empresas precisam apresentar uma adequada performance nos últimos dois anos. Embora a

NSX possua requerimentos que se adaptem as pequenas e médias empresas, poucas ainda são as empresas listadas.

Apesar de todas essas regulamentações facilitadas para atrair as PMEs, a *NSX* possui baixa visibilidade e pobre performance, quando comparada com EUA, Reino Unido e Canadá (DWYER; KOTEY, 2015).

Como a maioria das bolsas, a *National Stock Exchange* exige que as empresas também contratem um assessor autorizado para colaborar com o processo de listagem e o com o cumprimento dos regulamentos da *NSX*. As empresas devem se preparar internamente para a listagem através do controle e divulgação de informações através dos relatórios financeiros além do estabelecimento de efetivos mecanismos de governança corporativa (NSX, 2017).

2.5.9 Nile Stock Exchange (Egito)

A *Nile Stock Exchange (NILEX)* é considerada a primeira bolsa de valores para as pequenas e médias empresas do oriente médio e norte da África e foi criada em outubro 2007. Após estudarem experiências internacionais, as bolsas de valores do Cairo e Alexandria começaram a desenvolver um plano para criação de um mercado para PMEs através de três atividades principais: criação de regulamentos para esse mercado, ter como foco as PMEs e atrair investidores (OMRAN, 2008).

Conforme Omran (2008), essas atividades principais são desenvolvidas da seguinte maneira: a *NILEX* possui regras e regulamentos mais flexíveis para listagem, transparência e *disclosure*, garantindo assim, qualidade nas informações aos investidores, bem como a necessidade da contratação de um assessor.

Omran (2008) argumenta que o sucesso da *NILEX* depende da habilidade de atrair as pequenas e médias empresas através da divulgação dos benefícios de acessar o mercado de capitais para obtenção de recursos, reuniões com gestores de empresas promissoras, mostrando as vantagens de abrir o capital e atrair investidores.

Outras estratégias também são desenvolvidas com a finalidade de atrair investidores locais e internacionais como: lançar no mercado um número limitado de empresas com alto potencial

de crescimento e com histórias de sucesso, a fim de refletir uma boa imagem do novo mercado; manter um mercado com alto nível de eficiência e transparência; assegurar a liquidez e estabelecer um índice que demonstre a performance da bolsa de valores para PMEs (OMRAN, 2008).

Seria interessante que a *NILEX* incentivasse o *disclosure* voluntário por parte das empresas, aconselha Omran (2008). De acordo com a *NILEX* (2017), o segmento conta com 32 empresas listadas.

2.5.10 *Enternext* (Bélgica, França, Holanda e Portugal)

Outra experiência interessante é a *Enternext*., uma subsidiária do *Euronext Group*, foi criada no ano de 2013 e o seu objetivo é desenvolver e promover o mercado de capitais para as pequenas e médias empresas, estando presente na Bélgica, França, Holanda e Portugal (ENTERNEXT, 2017).

Conforme a *Enternext* (2017), sua missão é promover a união de todos os *stakeholders* das empresas, intermediários, analistas financeiros, assessores e investidores a fim de criar um mercado capaz de favorecer o crescimento das PMEs. A sua estrutura envolve maior simplificação e flexibilidade, além de promover menores custos para os intermediários financeiros que preencham determinados critérios de volumes a serem negociados.

A *Enternext* conta com 751 empresas listadas (ENTERNEXT, 2017). De acordo com a *NYSE Euronext* (2010), o processo de listagem envolve a contratação de "*advisor*" que atuará assessorando todo o processo, as empresas deverão se comprometer com a divulgação anual de informações, principalmente aquelas que podem impactar sobre o preço das ações.

A *Enternext* também oferece alguns serviços personalizados para empresas durante a sua vida na bolsa de valores, além de organizar congressos, conferências, *workshops* com a finalidade de auxiliar os gestores das empresas com as melhores práticas em relação a governança corporativa, relação com investidores, padrões contábeis internacionais e encontros com acionistas (NYSE EURONEXT, 2010).

A *NYSE Euronext* (2010) comenta em sua publicação sobre listagem que as empresas podem ter acesso a serviços disponíveis através do site da *Enternext*, incluindo o monitoramento das ações em tempo real e os dados da bolsa de valores e publicações.

2.5.11 *Mercado Alternativo Bursátil* (Espanha)

A Espanha possui o *Mercado Alternativo Bursátil* (MAB) regulamentado e gerido pelas bolsas espanholas, que tem por finalidade facilitar o acesso das empresas ao mercado de capitais, é plataforma desenvolvida para as pequenas empresas, com potencial de crescimento e que podem se beneficiar das mesmas vantagens que as grandes empresas listadas na obtenção de recursos para seus projetos de longo prazo com custos e projetos adaptados a esse grupo de empresas (MAB, 2017).

Outra característica desse mercado é que as empresas listadas são obrigadas a contratarem um assessor registrado, que são aqueles profissionais especializados responsáveis por ajudar essas empresas durante todo o processo de preparação para a listagem e o provedor de liquidez que tem por finalidade favorecer a liquidez das transações, além da obrigatoriedade de emitirem periodicamente os relatórios com suas informações financeiras, comunicar imediatamente os fatos relevantes que podem impactar no valor da empresa e se comprometerem com as práticas de governança corporativa (MAB, 2017).

2.6 O papel das instituições responsáveis

Ainda, considerando a relevância da pequena e média empresa para a economia do país e baixa performance do mercado de capitais nos últimos anos (DELOITTE; IBRI, 2013), há de se propor um conjunto de medidas que favoreçam o acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, como alternativa de fonte de recursos para os seus projetos de longo prazo.

Portanto, as instituições interessadas nesse processo devem criar medidas que tornem o mercado atraente para as empresas e, apesar de todas as dificuldades existentes, possam fazer “deslanchar” o mercado de capitais (BM&FBOVESPA, 2000).

Ainda de acordo com a página eletrônica da B3 (2018), é possível observar as medidas

tomadas pelas instituições e órgãos interessados, para esta finalidade:

- a) Governo: incentivar através da aprovação de leis que facilitem utilização do mercado de capitais pela pequena e média empresa e seja capaz de estimular os investidores a aplicarem seus recursos nesses papéis.

Atrair investidores tem sido realmente um desafio, pois os investidores dessas empresas geralmente são locais e individuais. No caso do Brasil, a maioria dos investidores é estrangeira, que está à procura de mercados com alta liquidez e oportunidades atraentes e por isso não querem investir em pequenos *IPOs* (HARWOOD; KONIDARIS, 2015).

De acordo com os dados da Tabela 8, nota-se que mais da metade (55%) dos investidores domésticos do Bovespa Mais são investidores institucionais, diferentemente das bolsas ou mercados secundários de outros países.

Tabela 8 - Tipos de investidores das bolsas para pequenas e médias empresas

Bolsa de Valores	Investidores Domésticos		Investidores Internacionais
	Individual	Institucional	
<i>NSE India Emerge</i>	90%	10%	0%
<i>JSE AltX</i>	-	-	-
<i>GreTai</i>	84%	10%	6%
Bovespa Mais	15%	55%	18%
<i>WSE NewConnect</i>	69%	24%	7%

Fonte: adaptado de Harwood e Knodaris (2015).

No sentido de colaborar com o acesso das empresas ao mercado de capitais e estimular a participação dos investidores nesses mercados, o governo aprovou a Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014, que isenta a pessoa física do imposto sobre a renda do capital investido nas empresas que se enquadram na lei e tenham suas ações ofertadas em segmento especial instituído pela bolsa de valores. Essa isenção é válida até 2023.

A lei também trata da divulgação das informações pelas pequenas e médias empresas, que poderão disponibilizá-las nos jornais de grande circulação onde, se localiza a

empresa e, simultaneamente na página eletrônica do mesmo jornal, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Bolsa.

- b) A Comissão de Valores Mobiliários (CVM): tem desenvolvido estratégias, através de uma série de instruções, com a finalidade de destravar o acesso ao mercado de capitais para esse grupo de empresas.
- c) A B3: criou os segmentos especiais para as pequenas e médias, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2. Estes segmentos têm a finalidade de colaborar com as empresas que desejem acessar o mercado principal de maneira gradual, preparando-se de maneira adequada através de padrões adequados de governança corporativa e transparência.
- d) Comitê Técnico de Ofertas Menores: formado por representantes do governo e do setor privado, que tem a função de discutir e elaborar mecanismos que favoreçam o crescimento dessas empresas através do mercado de capitais. De acordo com a B3, um conjunto de doze propostas foi elaborado, sendo estas analisadas pelos órgãos competentes.

Merece destaque o papel desempenhado pelos gestores de capital de risco (*venture capitals*) na criação e desenvolvimento de empresas inovadoras em todo mundo. No entanto, o papel das *ventures capitals* não é somente prover recursos para *start-ups* ou pequenas e médias empresas, elas também são responsáveis por colaborarem com a sobrevivência dessas empresas através das suas participações na gestão desses negócios (RAMALHO 2010).

As pequenas empresas enfrentam uma série de restrições para obterem recursos de longo prazo para seus projetos ou, quando conseguem esses recursos, não são suficientes para sua necessidade. Sendo assim, elas podem recorrer ao mercado de capitais para captação de recursos, mas poderão enfrentar também certa dificuldade, por serem empresas de pequeno porte, portanto poderão optar pelo aumento do capital próprio através dos fundos de *venture capital*, que geralmente investem na empresa em troca de parte de sua propriedade (DAMODARAN, 1997).

A parceria com as *venture capitals* é uma oportunidade que as pequenas empresas não encontrariam através de outras fontes, é um acordo onde ambos esperam obter ganhos. Esses fundos podem ajudar a empresa a preencher a lacuna para abertura de capital, os gestores do capital de risco poderão contribuir para o aperfeiçoamento da gestão da empresa, dando a elas a credibilidade necessária para buscarem outras formas de financiamento, ou ainda, fornecerem o *know-how* necessário para essas empresas terem acesso ao mercado de capitais (DAMODARAN, 1997; HARWOOD; KONIDARIS, 2015).

Enfim, a partir de todas essas considerações sobre o papel dos órgãos interessados neste processo de destravar o mercado de ações para as pequenas e médias empresas, Harwood e Konidaris (2015) destacam que uma autoanálise seja feita a nível de países para verificar se eles estão preparados para criarem esse segmento para as pequenas e médias empresas. Para esse diagnóstico os autores apresentam as seguintes reflexões:

- a) Existe no país um número suficiente de pequenas e médias empresas que necessitam de financiamentos e que realmente desejam utilizar desse meio para obterem esses recursos?
- b) Os gestores dessas empresas estão dispostos a cumprirem com as exigências de uma empresa aberta, por exemplo: compartilhar a gestão da empresa, transparência na divulgação das informações, etc?
- c) Existe um número suficiente de investidores interessados em investir nessas empresas?
- d) Existe um macro e político ambiente seguros, existe um contexto legal e regulatório mais amplo e uma habilidade regulatória para monitorar o mercado?

Um fator observado por Oliveira e Martelanc (2014) e que pode desestimular as empresas a optarem pelo mercado de capitais é a facilidade de créditos oferecida pelos bancos públicos, por exemplo, no Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), que encoraja os donos de empresas a utilizarem os recursos dessas instituições ao invés do mercado de capitais. De fato, essas iniciativas diminuem a possibilidade das empresas se tornarem companhias abertas.

Demirguç-Kunt e Levine (1996) já haviam encontrado resultados semelhantes em seus trabalhos. Ao estudarem o mercado financeiro dos países, separados por baixa, média e alta renda *per capita*, os autores concluíram que os países que possuíam uma renda *per capita*

baixa, apresentavam uma alta participação dos bancos centrais na concessão de créditos e uma baixa participação do mercado de capitais (Gráfico 8).

Gráfico 8 - Estrutura financeira dos países com baixa, média e alta renda *per capita*

Fonte: Demirgüç-Kunt e Levine (1996)

Diferentemente, nos países com alta renda *per capita*, observa-se uma forte participação dos outros agentes: bancos comerciais e outras instituições financeiras, inclusive com um forte mercado de capitais. Os bancos centrais desses países possuem uma baixa participação (DEMIRGUÇ-KUNT; LEVINE, 1996).

2.7 Bovespa Mais

Com o objetivo de contribuir com o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil a B3 criou o Bovespa Mais, este segmento, tem como objetivo facilitar o acesso ao mercado de ações às pequenas e médias empresas e àquelas empresas com um potencial de crescimento diferenciado que desejarem utilizar desse meio como forma de obtenção de recursos (B3, 2018).

De acordo com a B3 (2014), ao optarem pela listagem através do Bovespa Mais as empresas poderão se preparar gradualmente para realizarem a oferta pública inicial de ações (*IPO*). As empresas listadas não precisam realizar de imediato uma oferta, mas têm um prazo de até sete anos para realizarem o *IPO*, durante este período as empresas poderão criar um histórico de valor antes da distribuição pública de ações.

Esta preparação exige que as empresas vão se adequando aos critérios necessários, para se tornarem uma empresa aberta (BM&FBOVESPA, 2014, p.2):

- a) adotar elevados padrões de governança corporativa;
- b) buscar aumento da liquidez de suas ações;
- c) assumir postura proativa para atração de novos investidores.

Conforme a BM&FBOVESPA (2014), o Bovespa Mais possui os mesmos princípios e regras do Novo Mercado. Todas as empresas listadas no Bovespa Mais deverão cumprir com todos os critérios de governança corporativa, embora estes sejam adequados às empresas que desejam acessar o mercado de ações de forma gradual.

Através do Bovespa Mais, espera-se que as companhias listadas tenham um relacionamento de parceria com os investidores, essas empresas terão a vantagem de participar dos programas de apoio idealizados pela B3, como isenções e desconto de taxas e também poderão distribuir ações de maneira mais concentrada, somente entre o grupo de investidores que tenham conhecimento sobre o mercado que essas empresas atuam (BM&FBOVESPA, 2014).

Com este mesmo objetivo, ou seja, tornar o mercado mais acessível para um número maior de empresas e que tenham potencial para atrair aqueles investidores que estão a procura de investimentos de médio e longo prazos, em 2014 a B3 criou o Bovespa Mais 2 (BM&FBOVESPA, 2014).

De acordo com a BM&FBOVESPA (2014), este segmento possui os mesmos princípios do Bovespa Mais, sendo que a principal diferença é que neste segmento será permitida a negociação de ações preferenciais (PN) e não somente ações ordinárias (ON). O Bovespa Mais conta com dezesseis empresas listadas e o Bovespa Mais 2 com uma empresa, conforme Quadro 1, conforme informações disponibilizadas em sua página eletrônica.

Quadro 1 - Empresas listadas Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2

BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2
Bahema S.A.	Smartfit Escola de Ginástica e Dança S.A.
Biommm S.A.	
BR Home Centers S.A.	
BRQ Soluções em Informática S.A.	
Cinesystem S.A.	
CTC – Centro de Tecnologia Canavieira S.A.	
Flex Gestão de Relacionamento S.A.	
Igua Saneamento S.A.	
Inter Construtora e Incorporadora S.A.	
Maestro Locadora de Veículos S.A.	
Nortec Química S.A.	
Nutriplant Indústria e Comércio S.A.	
Priner Serviços Industriais S.A.	
Quality Software S.A.	
Stara S.A. Indústria de Implementos Agrícolas	
Statkraft Energias Renováveis S.A.	

Fonte: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm (2018).

3 METODOLOGIA

Nesta seção é apresentada a metodologia da pesquisa com a finalidade de atingir os objetivos propostos. De acordo com os objetivos gerais, a pesquisa preocupa-se em conhecer as percepções de um grupo de gestores de pequenas e médias empresas com potencial de crescimento a respeito da utilização do mercado de capitais para financiamento de seus projetos.

Para a classificação do porte das empresas foi utilizado o critério do Serviço Brasileiro de Apoio à Micro e Pequena Empresa (SEBRAE) de quantidade de funcionários, sendo este o critério geralmente utilizado em pesquisas e levantamentos estatísticos, de acordo com Moraes (2008).

3.1 Caracterização da pesquisa

A pesquisa é classificada, quanto à sua abordagem, como quantitativa. Este tipo de pesquisa, quando usada na área de administração, geralmente se preocupa em medir comportamentos, opiniões ou o conhecimento dos entrevistados a respeito de um determinado assunto, sendo o levantamento a principal metodologia para obter essas informações (COOPER; SCHINDLER, 2016).

Tendo em vista a quantidade limitada de conhecimento existente sobre o assunto, a pesquisa caracteriza-se como exploratória (CERVO; BERVIAN, 2006). Neste sentido, o fato de se conhecer pouco sobre os desafios e oportunidades do mercado de capitais para as PMEs e as percepções dos pequenos e médios empresários a respeito da utilização do mercado de capitais para o financiamento de seus projetos de longo prazo, justifica-se este tipo de pesquisa.

De fato, para Hair Jr. et al. (2005) a pesquisa exploratória deve ser considerada quando se tem poucas informações disponíveis. Ainda de acordo com os autores, "os planos exploratórios são para o pesquisador que não sabe muito! São orientados para a descoberta. Assim, são planos que não têm a intenção de testar hipóteses específicas de pesquisa" (HAIR JR. et al., 2005, p. 84).

Quanto aos meios utilizados para a obtenção dos dados, a pesquisa pode ser classificada como bibliográfica e pesquisa de campo (GIL, 2010).

3.2 Método e instrumento

Este trabalho conta com duas fontes de dados: a bibliográfica e o levantamento, que foi realizado através de um questionário enviado a um grupo de gestores de PMEs em crescimento.

Conforme Cooper e Schindler (2016), a pesquisa exploratória inicia-se com a busca da literatura sobre o assunto, através de livros, periódicos ou outros materiais de alta qualidade disponibilizados na *internet*. Deste modo, foi realizada, primeiramente, a busca da literatura especializada, de acordo com Gil (2010), é a partir da bibliografia existente que podemos identificar o estado da arte e termos os conhecimentos a respeito do estágio atual a respeito de um determinado assunto.

Apesar de ser importante por fornecer a fundamentação teórica para o trabalho, a pesquisa bibliográfica possui a desvantagem de poder comprometer a qualidade do trabalho, algumas dessas fontes podem apresentar dados coletados de maneira equivocada. É interessante que o pesquisador faça uma análise cuidadosa do material, utilizando de fontes diversas para uma melhor comparação dos resultados e capazes de fornecerem as informações adequadas para a solução do problema proposto pela pesquisa (GIL, 2010).

Neste sentido, os artigos utilizados para esse trabalho foram obtidos através do Sistema Integrado de Bibliotecas Universidade de São Paulo e portal periódicos CAPES, a partir de palavras-chave para um melhor refinamento das buscas, considerando primeiramente a relevância dos trabalhos, a base de dados onde os mesmos se encontram e a importância do pesquisador a respeito do seu conhecimento e pesquisas realizadas sobre o assunto.

No entanto, é importante destacar que devido a escassez de pesquisas envolvendo as pequenas e médias empresas, para alguns assuntos não foi considerada a *expertise* do pesquisador, mas a qualidade do trabalho e a confiabilidade da base de dados.

Já o levantamento foi realizado através do questionário, meio utilizado para a coleta dos dados primários. A plataforma utilizada para elaboração do questionário e realização da pesquisa foi o Google Docs.

É através do questionário que podemos obter as informações necessárias que possibilitarão medir, de uma maneira mais exata, aquilo que se deseja como objetivo da pesquisa (CERVO; BERVIAN, 2006), neste caso, as considerações de um grupo de pequenos e médios gestores acerca da utilização do mercado acionário para obtenção de recursos para seus projetos de longo prazo, através de uma amostra "não probabilística" (COOPER; SCHINDLER, 2016).

Stevenson (2001) destaca que o pesquisador deve optar sempre pela amostragem probabilística, mas muitas vezes não é possível esse tipo de amostragem, neste caso, o pesquisador poderá optar por uma amostra não probabilística como uma alternativa útil para a amostragem probabilística. Cooper e Schindler (2016) apontam alguns motivos que levam os pesquisadores a optarem por esses procedimentos de amostragem: por atenderem os objetivos da pesquisa, pelos custos e o tempo envolvidos ou por ser a única alternativa viável.

Para a realização do levantamento, a população escolhida foram as 100 pequenas e médias empresas que mais crescem no Brasil, conforme a pesquisa realizada pela Deloitte e Exame (2017).

A BM&FBOVESPA (2014) destaca que a criação do segmento como o Bovespa Mais, tem como objetivo facilitar o acesso das PMEs ao mercado de capitais e que tenham potencial de crescimento diferenciado, portanto, a escolha dessas empresas justifica-se pelo fato de que as mesmas constituem um grupo de empresas emergentes, ou seja, empresas em fase de crescimento e que apresentam as características necessárias para acessarem o mercado de capitais.

Outros fatores influenciaram na escolha: o perfil da população atende satisfatoriamente os objetivos da pesquisa, o tempo a ser empregado para a coleta de dados e a sua viabilidade, sendo uma alternativa importante para a realização do estudo, haja vista, que essas empresas já passaram por um processo criterioso de análise para fazerem parte do grupo de empresas emergentes que mais crescem.

Importante destacar que na pesquisa Deloitte e Exame (2017) são utilizados critérios próprios para a classificação das empresas como pequenas e médias, diferentemente daquele utilizado neste trabalho.

Apesar da diferença nos critérios, decidiu-se optar pelas empresas citadas acima, para realização do estudo, pois de acordo com a Deloitte e Exame (2017), a mediana de funcionários das empresas participantes é de 130 pessoas, portanto, pelo menos 50 empresas da população, dependendo do tipo (indústria, serviços ou comércio), podem se enquadrar no critério de classificação por quantidade de funcionários como pequenas e médias empresas. Já no grupo com mais de 130 funcionários, podem fazer parte as médias empresas do setor industrial.

Um questionário estruturado, elaborado a partir da pesquisa realizada pela Deloitte e IBRI (2013), foi utilizado para a obtenção dos dados primários. Os links dos questionários foram enviados durante o mês de março de 2018, através do *e-mail* juntamente com uma mensagem explicando o objetivo da pesquisa para 89 contatos, pois não foi possível obter os contatos das 100 empresas.

Coopler e Schindler (2016) argumentam que nos questionários enviados pelo *e-mail*, o participante poderá deixá-lo para responder em outro momento ou esquecê-los na caixa de entrada de mensagens e não efetuarem o seu preenchimento. Os autores aconselham acompanhamentos e lembretes após o envio desses questionários, sendo assim, após uma semana de envio dos mesmos, foram realizados contatos via *Facebook Messenger* e telefonemas para as empresas, com a finalidade de aumentar o índice de respostas.

Dentre os 89 contatos, cinco deles justificaram que não seria possível responder a pesquisa. Alguns respondentes argumentaram que a pesquisa possuía perguntas relacionadas a assuntos confidenciais das empresas, outros responderam que não seria possível participar da pesquisa devido à grande quantidade de questionários que a empresa recebia e não havia tempo suficiente para responder a todos, outros apenas se recusaram a responder, sem apresentarem justificativas, restando 84 empresas participantes da pesquisa.

O questionário enviado pelo *e-mail* constitui-se de um questionário autoadministrado. Para Coopler e Schindler (2016), este tipo de questionário apresenta várias vantagens e

desvantagens: dentre vantagens os autores destacam que os questionários autoadministrados permitem o contato com respondentes que não seriam acessíveis de outra forma (por exemplo os presidentes das empresas) e desvantagens argumentam que os questionários não podem ser longos e complexos e o índice de respostas é baixo.

Várias pesquisas apresentam o índice de respostas dos questionários enviados pelo *e-mail*. Em pesquisa realizada na Holanda, país que tem por tradição a pesquisa pelo correio desde 1991, conforme Deutskens et al. (2004), onde foram enviados questionários para os respondentes via *e-mail*, os pesquisadores obtiveram um índice de retorno de 17,1% para questionários longos e 24,5% para questionários curtos.

Em pesquisa realizada por Hipólito¹ et al. (1996) *apud* Vasconcellos-Guedes e Guedes (2007) a taxa média de respostas obtidas pelo *e-mail* foi de 8,2%. Krauter e Souza (2016) ao realizarem a pesquisa sobre as modalidades de financiamento utilizadas pelas micro, pequenas e médias empresas obtiveram um índice de resposta de 6,6%.

Tavares, Pacheco e Almeida (2015) realizaram suas pesquisas com pequenas e médias empresas de Portugal. O questionário foi enviado para 1.600 empresas e obtiveram uma taxa de retorno de 7%, dentro das expectativas daquele mercado, conforme os autores.

A partir dos *e-mails* enviados para as 84 empresas, retornaram 16 questionários, um índice de retorno de 19%. Dentre os 16 questionários que retornaram 6 foram excluídos da amostra, 1 por estar incompleto (entende-se por questionário incompleto aquele no qual foi respondida somente as questões de um único bloco de perguntas) e o outro em branco.

Os outros 4 foram excluídos por não se enquadrarem nos critérios SEBRAE de classificação das empresas pela quantidade de funcionários, sendo considerados válidos 10 questionários, ou seja, para a pesquisa foi utilizada uma amostra de 12%, resultado compatível com os índices obtidos em outros trabalhos.

¹ HIPÓLITO, J. A. M. et al. Como Usar a Internet em Pesquisa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 1., 1996, São Paulo. **Anais**, São Paulo:FEA-USP, 1996. 1130p.

O questionário foi constituído de 48 questões, sendo 46 perguntas fechadas e 2 abertas relacionadas à Governança Corporativa, dividido em seis blocos, conforme Anexo A:

- a) Primeiro bloco: Perfil da empresa.
- b) Segundo bloco: Formas de financiamento.
- c) Terceiro bloco: Sobre o mercado de capitais.
- d) Quarto bloco: Preparação da empresa para a abertura de capital.
- e) Quinto bloco: Governança Corporativa.
- f) Sexto bloco: Perfil do respondente.

Embora não façam parte da pesquisa da Deloitte e IBRI (2013), que serviu de base para a elaboração do questionário, algumas questões foram acrescentadas a partir do referencial teórico a fim de melhor atender os objetivos deste trabalho.

Tendo em vista que o objetivo da pesquisa é conhecer as percepções dos gestores das pequenas e médias empresas sobre mercado de capitais, foi adicionada uma questão referente aos conhecimentos dos mesmos sobre o assunto. De acordo com a Deloitte e IBRI (2013), é importante que os tomadores de decisão tenham os conhecimentos necessários relacionados a todos os fatores internos e externos da empresa quanto se pretende tomar essa decisão importante rumo ao mercado acionário.

Acrescentou-se ao questionário pergunta relacionada à percepção do gestor quanto à presença de um assessor para auxiliar em todo o processo de abertura de capital. Conforme Harwood e Konidaris (2015), o Bovespa Mais não se utiliza desse profissional, pois as empresas listadas são de médio porte e são capazes de cumprir com as exigências e, também a sua exigibilidade poderia aumentar os custos para as empresas listadas, no entanto, conforme os autores, o Bovespa Mais poderá considerar a participação do assessor para as empresas menores.

No quinto bloco, referente ao conhecimento dos gestores sobre Governança Corporativa, foram acrescentadas duas questões abertas devido à relevância do assunto ao contexto da oferta pública de ações (IPO), pois a Governança Corporativa constitui o principal instrumento de promoção do mercado de capitais, dando segurança aos investidores e valorizando as empresas, conforme BM&FBOVESPA (2000).

No último bloco, foram adicionadas as questões referentes ao perfil dos respondentes, quanto ao sexo, grau de escolaridade e idade.

Para prosseguirem para os blocos 3 e 5 referentes ao conhecimento dos gestores sobre mercados de capitais e governança corporativa, foram utilizadas as perguntas: sim ou não. Se os respondentes respondessem sim, continuariam nas respectivas seções, caso contrário, seriam direcionados para as outras seções.

Ao serem utilizadas como referência, tanto para o questionário quanto para a população a ser pesquisada, as pesquisas Deloitte e IBRI (2013) e Deloitte e Exame (2017), respectivamente, considerou-se que essas pesquisas já haviam passado por procedimentos de mensuração e auditoria para elaboração dos relatórios e publicação, julgou-se que os dados já foram validados, conforme argumentaram Leite Filho, Carvalho e Antonialli (2012) ao utilizarem dados da Deloitte e Exame em seu trabalho de pesquisa, desta maneira, para este trabalho de pesquisa concluiu-se que não seria necessário um pré-teste.

No entanto, antes da execução da pesquisa optou-se por realizar um pré-teste, apenas para identificar possíveis inadequações no questionário. Para Cooper e Schindler (2016), o pré-teste dever ser realizado para detectar possíveis pontos fracos no instrumento de coleta de dados, ou ainda, problemas relacionados à redação, conteúdo ou sequenciamento das questões.

Foram enviadas dez mensagens para dez *e-mails* de empresas com as mesmas características da população a ser pesquisada. Somente um *controller* de uma empresa, com os conhecimentos necessários para participar da pesquisa, aceitou participar do pré-teste a partir do qual foram efetuados alguns ajustes na estrutura do questionário.

4 ANÁLISE DE DADOS

Para organização, análise e apresentação dos dados foi utilizada a estatística descritiva (STEVENSON, 2001). Para essa finalidade foi utilizada uma planilha do Excel para organizar e tabular os dados.

Para análise de dados de perguntas abertas, os pesquisadores geralmente fazem uso da análise de conteúdo que segue um processo sistematizado para "codificar" e "extrair inferências dos textos" (COOPER; SCHINDLER, 2016, p. 367).

Neste trabalho, para a análise das duas questões abertas, a fim de conhecer os conhecimentos dos gestores sobre a Governança Corporativa, foi realizada uma categorização e codificação simples, devido à baixa quantidade de respostas a serem analisadas sem necessidade de *software*, conforme o modelo apresentado por Cooper e Schindler (2016).

4.1 Resultados

De acordo com a Tabela 9, a média de quantidade de funcionários das empresas pesquisadas é de 86,5 funcionários registrados em carteira, enquanto que o tempo médio de atividade das empresas é de 14,5 anos. Do total de empresas que participaram da pesquisa, 7 pertencem ao setor industrial, 2 ao setor de serviços, 1 atua no setor de indústrias, comércio e serviços e, 100% são empresas de capital fechado.

Em consideração ao tamanho das empresas, sete são classificadas como pequenas e três como médias empresas, a partir do critério utilizado pelo SEBRAE, por quantidade de funcionários.

Quanto ao conhecimento do grupo de gestores das pequenas e médias empresas pesquisadas e utilização de fontes de financiamento pelas empresas, através da Tabela 11 observa-se que 80% das empresas utilizaram de recursos próprios ou de partes relacionadas como fonte de financiamentos e 70% também responderam que utilizaram financiamentos a partir de bancos de financiamento ou agência de fomento e ainda pretendem utilizar deste recurso até ao final do próximo ano.

Tabela 9 - Perfil das empresas pesquisadas

Empresas	Quantidade de Funcionários	Tempo de atividade da empresa	Setor	Capital
1	55	14	Indústria	Fechado
2	280	18	Indústria	Fechado
3	60	17	Indústria	Fechado
4	35	5	Indústria, comércio e serviços	Fechado
5	98	8	Indústria	Fechado
6	25	6	Serviços	Fechado
7	156	31	Indústria	Fechado
8	90	15	Serviços	Fechado
9	190	28	Indústria	Fechado
10	83	12	Indústria	Fechado
Médias	86,5	14,5		

Fonte: Elaboração própria.

A respeito das formas de financiamento utilizadas pelas empresas (Tabela 10), a maioria já utilizou empréstimos de partes relacionadas (8 empresas), 7 utilizaram recursos próprios ou pretendem utilizar de recursos provenientes de banco de desenvolvimento ou agência de fomento até o próximo ano.

A respeito da utilização de recursos de fundos de *venture capital* ou *private equity*, 2 gestores responderam que utilizam desses recursos ou pretendem utilizar desse meio de captação de recursos até o final do próximo ano e 2 empresas também captam recursos por meio da emissão da dívida. A maioria dos gestores conhece a captação de recursos através de *angels*, mas nunca fizeram uso dessa opção.

Nos resultados demonstrados na Tabela 10, observa-se que 6 das pequenas e médias empresas em crescimento faz algum tipo de planejamento financeiro para a captação de recursos de longo prazo.

Tabela 10 - Conhecimento e utilização das formas de financiamento

	Sim	Não
Já utilizou empréstimo de partes relacionadas (mútuo) - recursos próprios?	8	2
Já utilizou recursos de banco de desenvolvimento ou agência de fomento?	7	3
Pretende utilizar recursos de banco de desenvolvimento ou agência de fomento até ao final do próximo ano?	7	3
Utiliza recursos de um fundo de <i>venture capital</i> ou <i>private equity</i> ?	2	8
Pretende utilizar recursos de um fundo de <i>venture capital</i> ou <i>private equity</i> até ao final do próximo ano?	2	8
Utiliza recursos por meio de emissão da dívida?	2	8
Conhece a forma por meio de captação de recursos por meio de <i>angels</i> ?	7	3
Já utilizou essa opção (<i>angels</i>)?	0	10
A empresa faz um planejamento financeiro para captação de recursos de longo prazo?	6	4

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados apresentados no Gráfico 9 demonstram que 80% dos gestores das pequenas e médias empresas têm conhecimento sobre o mercado de capitais

Gráfico 9 - Conhecimento dos gestores das PMEs sobre mercado de capitais

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com os resultados, 5 respondentes concordam que a oferta pública de ações (*IPO*) depende mais do momento da empresa e 4 concordam que a abertura de capital depende do

momento econômico em que o país se encontra e que a abertura de capital é importante para economia do país e para a competitividade global, conforme a Tabela 11.

Ainda, conforme apresentado na Tabela 11, 3 gestores discordam ou são neutros quando consideram que a abertura de capital não é tão atraente, quando comparada há dez anos e 2 dos respondentes concordam com afirmação. Para 7 dos gestores pesquisados, a experiência de *IPO* não é relativamente simples e 6 deles discordam que a oferta pública de ações é acessível às pequenas e médias empresas.

A maioria dos gestores permaneceu neutra diante da afirmação de que a oferta pública de ações é um evento positivo para empresa, enquanto 2 respondentes concordam com a afirmação e 1 respondente, discorda.

Tabela 11 - Percepções dos gestores a respeito do mercado de capitais

	concordo	neutro	Discordo
O <i>IPO</i> (oferta pública de ações) é um evento positivo na história da empresa.	2	5	1
O <i>IPO</i> (oferta pública de ações) é acessível para as pequenas e médias empresas.	1	1	6
O <i>IPO</i> (oferta pública de ações) é uma experiência relativamente simples.	0	1	7
A abertura de capital, hoje, não é tão atraente quando comparada há 10 anos.	2	3	3
O <i>IPO</i> (oferta pública de ações) depende mais do momento da empresa.	5	3	0
O <i>IPO</i> (oferta pública de ações) depende mais do momento econômico em que o país se encontra.	4	3	1
A abertura de capital é importante para a economia do país e competitividade global	4	4	0

Fonte: Elaboração própria.

Comparando o mercado de capitais brasileiro com as principais economias, o Gráfico 10 aponta que 75% dos respondentes consideram que no Brasil ainda existem poucas empresas listadas em bolsa, enquanto 50% dos gestores responderam que existe um desconhecimento por parte da população sobre o mercado de ações e seus riscos. Para 37,50% os custos de corretagem no Brasil são mais altos que em outros países e 12,5% dos pesquisados responderam que o mercado brasileiro apresenta uma baixa liquidez.

Gráfico 10 - Percepções dos gestores: opiniões comparadas com as principais economias

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com o Gráfico 11, a principal barreira para a abertura de capital apresentadas pelos gestores são os custos (75%), seguido da manutenção da empresa aberta, complexidade e maturidade da empresa (37,5%) e 25% dos entrevistados consideram cultura da empresa, governança corporativa e burocracia, barreiras para a abertura de capital das empresas.

Gráfico 11 - Percepções dos gestores: barreiras para a abertura de capital

Fonte: Elaboração própria.

Considerando ainda essas barreiras, a partir da empresa que os respondentes representam (Gráfico 12), novamente a maior barreira observada foram os altos custos durante o processo de realização da oferta pública de ações (62,5%). Já, 50% dos respondentes consideraram o

receio por parte dos tomadores de decisões de que os benefícios não ultrapassem os custos exigidos para a abertura de capital, para 37,5% as principais barreiras são as exigências regulatórias exigidas.

Dentre os dos entrevistados, 25% responderam que o receio de perder o controle nas decisões de gestão das empresas, a necessidade de Governança Corporativa, complexidade/burocracia no processo e a dificuldade de atrair os investidores constituem as principais barreiras. Por fim, 12,5% dos gestores responderam que a falta de maturidade da empresa é a principal barreira para a abertura de capital, de acordo com o Gráfico 12.

Gráfico 12 - Percepções dos gestores: motivos que impedem a abertura de capital das empresas que representam

Fonte: Elaboração própria.

Quanto aos principais custos envolvidos no processo de oferta pública de ações, os principais custos observados pelos gestores são os custos do IPO em si, ou seja, aqueles referentes no processo de abertura relacionados aos parceiros envolvidos (50%), seguidos dos custos para a manutenção da empresa aberta (37,5%) e 12,5% dos respondentes consideram os custos pré-IPO como os principais (Gráfico 13)

Apesar dos grandes esforços despendidos pelas empresas, quando da realização da abertura de capital, 75% dos respondentes responderam que eles acreditam que realmente exista esse retorno, mas na opinião dos gestores, esse retorno é muito demorado e por esse motivo um *IPO* não está nos seus planos, os outros 25% responderam que existe o retorno e que o mesmo encoraja a abertura de capital, de acordo com os resultados apresentados no Gráfico 14.

Gráfico 13 - Percepções dos gestores: custos envolvidos

Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 14 - Percepções dos gestores: retorno da abertura de capital

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 12 apresenta os resultados referentes aos fatores que poderiam facilitar o acesso das empresas emergentes ao mercado de capitais. Dentre os fatores que poderiam colaborar muito, 6 respondentes consideram as políticas de incentivos fiscais aos investidores e 5 o conhecimento mais ampliado do mercado e a presença de um assessor habilitado para auxiliar as empresas no processo de abertura de capital.

Ainda entre os fatores que poderiam contribuir muito, na visão de 4 gestores, os custos pré-*IPO*, do *IPO* em si, pós-*IPO*, políticas de incentivos fiscais para as empresas e menores exigências para listagem, são os principais. Entretanto, os fatores que poderiam contribuir moderadamente para o acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais são os incentivos fiscais para as empresas e auxílio financeiro para cobrir custos, que são apontados por 4 dos entrevistados

Tabela 12 - Fatores facilitadores do acesso das empresas emergentes ao mercado de capitais

	muito	moderadamente	pouco	não facilitaria
Menores custos pré- <i>IPO</i>	4	2	2	0
Menores custos do <i>IPO</i> em si	4	2	2	0
Menores custos pós- <i>IPO</i>	4	2	1	1
Políticas de incentivo fiscal para as empresas	4	4	0	0
Políticas de incentivo fiscal para os investidores	6	2	0	0
Conhecimento mais ampliado do mercado	5	3	0	0
Auxílio Financeiro para cobrir os custos	3	4	1	0
Presença de um profissional habilitado para assessorar o processo de <i>IPO</i>	5	3	0	0
Menores exigências para listagem na Bolsa	4	4	0	0

Fonte: Elaboração própria.

Conforme apresentado no Gráfico 15, 60% das empresas não pretendem abrir o seu capital, no entanto 10% pretende abrir o capital nos próximos 3 anos, outros 10% nos próximos 5 anos e, também, 10% consideram que a abertura de capital depende de vários fatores e para 10%, não há expectativa para os próximos anos.

Dentre os gestores que responderam que pretendem abrir o capital, os que não pretendem nos próximos anos e que responderam que depende de vários fatores, os seus gestores foram convidados a responderem às perguntas relacionadas à preparação da empresa para a abertura de capital.

Nos resultados apresentados no Gráfico 16 é possível observar que 75% das empresas possuem alguma área responsável para desenvolver relatórios e análises da empresa constantemente, 50% já procuraram ajuda de um parceiro pensando em uma futura abertura

de capital, conhecem os seus potenciais investidores e possuem alguma área ou função relacionada a apoio aos investidores. Quanto ao conhecimento sobre os tipos de relatórios e frequências de relatórios a serem elaborados pós-abertura de capital, 75% responderam que não possuem esse tipo de conhecimento.

Gráfico 15 - Abertura de capital

Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 16 - Preparação da empresa para a abertura de capital

Fonte: Elaboração própria.

A respeito do destino dos possíveis recursos obtidos através da abertura de capital, 50% das empresas destinariam esses recursos para investimentos em tecnologia, investimentos em novos mercados, mudança no perfil da dívida e investimentos em inovação e 25% utilizaria o mercado de capitais para seu crescimento inorgânico, conforme o Gráfico 17.

Gráfico 17 - Destinos dos recursos captados via mercado de capitais

Fonte: Elaboração própria.

O Gráfico 18 demonstra que 70% dos gestores têm conhecimento sobre Governança Corporativa. A principal dificuldade encontrada pelas pequenas e médias empresas quanto à implantação de mecanismos de Governança, conforme Tabela 13, está relacionada, principalmente, à cultura desse grupo de empresas seguida da forte resistência a mudanças.

Os respondentes também consideram um fator importante a falta de mão-de-obra especializada para dar continuidade ao processo de implantação de mecanismos de governança além da falta de conhecimento dos empreendedores das pequenas e médias empresas a respeito de Governança Corporativa (Tabela 13).

A respeito dos impactos da boa Governança para as pequenas empresas, os gestores apontaram que, em relação à empresa, uma boa governança poderá trazer impactos sobre a sua estrutura, tornando a empresa pronta para alavancar o crescimento. Exerce também impacto positivo sobre a organização, transparência, planejamento e orientação das pequenas e médias empresas, conforme Tabela 14.

Quanto aos impactos relativos a visão do mercado sobre a empresa, a boa Governança poderá colaborar com a consolidação da marca diante do mercado e também sobre as vendas. Outro impacto apresentado pelos gestores foi sobre os recursos financeiros, pois a boa Governança Corporativa trará impactos positivos, facilitando a captação de recursos via sistema financeiro e fundos de investimento.

Gráfico 18 - Conhecimento dos gestores sobre Governança Corporativa

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 13 - Dificuldades enfrentadas na implantação da Governança Corporativa

Na sua opinião, quais as dificuldades enfrentadas pelas pequenas e médias empresas quanto a implantação de mecanismos de Governança Corporativa?

	Frequência
A) EMPRESA	
1 – Cultura	2
2 - Resistência a mudanças	1
B) FUNCIONÁRIOS	
1 - Falta de mão-de-obra	1
C) EMPREENDEDORES	
1- Falta de conhecimento	1

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 14 - Impactos da Boa Governança para as pequenas e médias empresas

Quais os impactos de uma boa Governança Corporativa para as pequenas e médias empresas?	
	Frequência
A) EMPRESA	
1 - Estrutura pronta	1
2 – Organização	1
3 – Transparência	1
4 – Planejamento	1
5 – Orientação	1
B) MERCADO	
1 - Consolidação da marca	1
2 – VENDAS	1
C) Recursos Financeiros	
1 - Facilidade de captação	1

Fonte: Elaboração própria.

No gráfico 19 é apresentado o perfil dos respondentes quanto ao sexo, idade e escolaridade, onde 60% dos respondentes são homens e 40% do grupo de respondentes são mulheres.

Quanto à idade, 40% dos gestores têm idade entre 31 e 40 anos, 20% estão entre as idades de 41 e 50 e 51 e 60 anos, 10% estão entre as idades de 18-25 e 26-30 anos. Em consideração à escolaridade, 50% dos respondentes possuem curso de pós-graduação (nível de especialização), 40% possuem curso superior completo e 10% superior incompleto.

Gráfico 19- Perfil dos respondentes

Fonte: Elaboração própria

4.2 Discussões

4.2.1 Formas de financiamento

Ao analisar o conhecimento dos pequenos e médios gestores das empresas emergentes de capital fechado, os resultados apontam que a maioria das empresas utiliza-se, principalmente de recursos próprios seguidos de financiamentos por meio de capital de terceiros, através de bancos ou agências de fomento.

Estes resultados vão ao encontro dos resultados de Deloitte e IBRI (2013), Forte, Barros e Nakamura (2013), Burkowski, Perobelli e Zanini (2009), que consideraram o fato de que as pequenas e médias empresas utilizam, primeiramente, os recursos financeiros próprios para financiarem seus projetos e posteriormente recorrem ao endividamento para obterem novos recursos.

Apesar da dificuldade de acesso ao crédito para as pequenas e médias empresas, principalmente os de longo prazo, conforme destaca a *International Financial Corporation* (2009), Beck, Demirgüç-Kunt e Peria (2008) e Harwood e Konidaris (2015). É importante salientar que grande parte das empresas pesquisadas desenvolve um planejamento financeiro de longo prazo para captação de recursos, conforme também foi demonstrado por Deloitte e IBRI (2013).

A população constituída pelas pequenas e médias empresas que mais crescem, possui um perfil diferenciado caracterizado por empresas emergentes. Apesar da crise financeira enfrentada pelo país, esse grupo de empresas apresentou um crescimento acima do PIB durante o triênio pesquisado (2014-2016), conforme Deloitte e Exame (2017).

Diante desta perspectiva, seria oportuno que os órgãos responsáveis desenvolvessem estratégias que pudessem ir ao encontro das necessidades dessas empresas, quanto aos seus objetivos, através de mecanismos que colaborem com o seu crescimento econômico, facilitando o seu acesso a recursos de longo prazo com a tentativa de preencher uma lacuna de financiamento existente, conforme sugere a *International Financial Corporation* (2009).

Dentre as empresas pesquisadas, 20% delas pretendem buscar financiamentos por meio do mercado de capitais dentro do próximo ano e 20% delas utilizam a forma de financiamento por meio das dívidas. Dentro dessa realidade, os resultados sugerem que seria interessante o incentivo ao desenvolvimento e crescimento dos fundos *deventure capital* e *private equity*, principalmente pela sua importância quanto ao fornecimento de recursos para as empresas em crescimento, conforme argumenta Ramalho (2010) e Damodaran (1997).

Ao comentar sobre o declínio da *AltX*, segmento voltado para as pequenas e médias empresas na África do Sul, o Banco Mundial atribuiu a causa, justamente, à falta de interesse dos investidores institucionais, de acordo com Milken Institute (2017), portanto, sugere-se que participação desses investidores institucionais poderia estimular o acesso das pequenas e médias empresas no mercado de capitais e, por conseguinte, colaborar com os segmentos voltados para esse grupo de empresas.

Outro aspecto a ser considerado, é a possibilidade de apresentar aos pequenos e médios empresários as diferentes formas de financiamento, principalmente a possibilidade de recursos

via mercado acionário, para os seus projetos de longo prazo. Vos et al. (2007) argumentam que existe uma maior probabilidade entre os empresários das pequenas e médias empresas voltadas para o crescimento de utilizarem diferentes fontes de obtenção de recursos.

4.2.2 Conhecimentos dos gestores sobre mercado de capitais

Grande parte dos gestores das pequenas e médias empresas em crescimento tem conhecimento a respeito do mercado de capitais. A maioria deles concorda que uma oferta pública de ações depende do momento da empresa e do momento econômico em que o país se encontra, conforme também sugere Deloitte e IBRI (2013).

Os resultados apontam que esses gestores levam em consideração, para uma possível abertura de capital, o "*timing*", o momento oportuno para que possam tomar esse tipo de decisão para os seus negócios. Este comportamento corrobora o pensamento de Van Horne e Wachowicz (2008) a respeito da necessidade de observar o momento ideal para tomar a decisão de utilizar o mercado de capitais.

A falta de uma avaliação aprimorada sobre o momento ideal de se tomar uma decisão importante como o acesso ao mercado de capitais, pode levar a sérios prejuízos para a organização e para o segmento voltado para as pequenas e médias empresas. Este fato foi apontado por Banerjee (2006) ao relacionar os fatores que levaram aos problemas de liquidez da OTCEI e, conseqüentemente ao seu fracasso.

Na percepção dos gestores a abertura de capital é importante para a economia do país e competitividade global. Esta percepção dos gestores corrobora o resultado de Deloitte e IBRI (2013) e vai de encontro ao referencial teórico, como Beck e Levine (2001), La Torre e Schmukler (2007), Andrezo e Lima (2009), Assaf Neto (2009), Andries (2009) a respeito dos benefícios de um mercado de capitais eficiente para a economia dos países.

O processo de abertura de capital e realização de uma oferta pública de ações não é um processo simples na visão da maioria, nem a idéia de que a oferta pública de ações seja acessível para as pequenas e médias empresas. Esses resultados também foram encontrados na pesquisa Deloitte e IBRI (2013).

Apesar do conhecimento desses gestores a respeito do mercado de capitais, a idéia de que o acesso a essa forma de obtenção de recursos é uma realidade para empresas de grande porte ainda permanece. Desta maneira, identifica-se a necessidade dos órgãos responsáveis exercerem um trabalho mais abrangente de conscientização desses gestores a respeito dos mercados secundários ou os segmentos voltados para as pequenas e médias empresas.

O sucesso desses segmentos depende da habilidade de se atrair as empresas. A exemplo das estratégias utilizadas pela *NILEX*, os órgãos responsáveis poderiam desenvolver mecanismos para uma maior divulgação dos benefícios que as pequenas e médias empresas terão ao acessar o mercado de capitais e realizarem reuniões com os gestores das empresas, principalmente com aquelas empresas como potencial de crescimento (OMRAN, 2008).

Na visão desses gestores, o mercado de capitais brasileiro ainda é pequeno em relação às principais economias sendo necessário também que população tenha conhecimento sobre novas fontes de investimentos, como mercado de ações e os riscos inerentes a esse modo de aplicação de recursos, vale notar que esses mesmos resultados foram observados na pesquisa Deloitte e IBRI (2013).

As principais barreiras de acesso ao mercado de capitais observadas pelos gestores são os custos, além do receio por parte dos tomadores de decisão de que os benefícios de uma eventual abertura de capital não ultrapasse os custos exigidos. Outro fator que foi destacado pelos respondentes foram as exigências regulatórias exigidas nesse processo.

Na pesquisa realizada pela Deloitte e IBRI (2013), os resultados foram divergentes, a maioria dos respondentes julgou a falta de maturidade da empresas o fator mais importante, seguido do receio de perder o controle das decisões da empresa e os custos.

Ao destacarem os custos como principal barreira, os principais custos apontados foram os custos referentes ao *IPO* em si, aqueles relacionados ao processo de abertura e parceiros envolvidos, já os custos inerentes aos procedimentos de preparação para a oferta pública, os chamados *pré-IPO* foram os menos enfatizados pelas gestores. Estes resultados vão ao encontro da pesquisa Deloitte e IBRI (2013).

De fato, conforme demonstrado pela Deloitte (2016), os custos para a realização do IPO são praticamente os mesmos independente do segmento em que as empresas estão listadas. A grande diferença está nas despesas envolvendo advogados, auditores e consultores e que são consideravelmente mais elevadas para as empresas menores listadas no Bovespa Mais, portanto, os resultados sugerem que os gestores dessas empresas emergentes estão conscientes a respeito dos custos que serão despendidos pela empresa, durante o processo de realização do *IPO*, bem como da necessidade de uma regulamentação mais simplificada para esse grupo de empresas.

Conforme os exemplos de mercados secundários e segmentos voltados para as pequenas e médias empresas: *TSX Venture* (TSXV, 2017); *NewConnect* (LEWANDOWSKA, 2010); *Bombay Stock ExchangeSME* (MILKEN INSTITUTE, 2017); *Market for Alternative Investment* (CHORRUK; WORTHINGTON, 2013); *National Stock Exchange* (DWYER; KOTEY, 2015); *NILEX* (OMRAN, 2008); *ENTERNEXT* (ENTERNEXT; 2017) e *Mercado Alternativo Bursátil* (MAB,2017) as empresas listadas nesses mercados contam com regulamentos de listagem simplificados, no entanto esses modelos simplificados não devem afetar a confiança dos investidores, em algumas delas apesar de regulamentos mais simples, certas exigências são as mesmas que aquelas do mercado principal, sobretudo quanto à governança.

Seguindo esses exemplos, os órgãos reguladores poderiam desenvolver mecanismos, que pudessem colaborar com o acesso das pequenas e médias empresas com potencial de crescimento, através da redução de custos ou despesas, através de regulamentos de listagem mais simplificados, sem deixar de exigir dessas empresas os devidos comprometimentos com as mesmas regras requeridas para outras empresas de outros segmentos, particularmente no que se referem a Governança Corporativa, a fim de garantir a confiança dos investidores.

Os resultados indicam que a maioria das pequenas e médias empresas não está disposta a abriro capital, resultado semelhante foi encontrado pela Deloitte e IBRI (2013). Esta pode ser considerada uma característica das empresas latino-americanas, conforme Cáspedes, Gonzalez e Molina (2010), que preferem evitar o financiamento de seus projetos a partir da emissão de ações.

Os gestores destacam que realmente existe um retorno quanto à abertura de capital, mas esse retorno é um retorno muito demorado, por essa razão, as empresas não se sentem motivadas a abrirem o capital, este resultado diverge daquele apresentado pela Deloitte e IBRI (2013), onde a maioria respondeu que os retornos encorajam a abertura de capitais.

Pode-se inferir que essa divergência deve-se ao fato do momento em que foi realizada a pesquisa e como já foi demonstrado em ambas as pesquisas, a maioria dos entrevistados julga que a decisão de abrir o capital depende do momento em que a empresa e o país se encontram.

No referencial teórico, Roell (1996), Brito (2005), Cáspedes, Gonzalez e Molina (2010) apresentam as diversas desvantagens de ser uma companhia aberta e que poderiam desestimular as empresas a utilizarem esse recurso, mas é interessante notar que o tempo de retorno não foi observado nesses trabalhos.

Vários benefícios da utilização do mercado de capitais foram apresentados, também, na literatura por Roell (1996), Brito (2005) e Kulkarni e Chirputkar (2014), por esta razão vislumbra-se a necessidade de uma visão mais abrangente por parte desses gestores sobre esta nova forma de obtenção de recursos.

Este conhecimento deve envolver os diversos aspectos, considerando que além dos retornos financeiros, estão os outros benefícios que o acesso ao mercado de capitais poderá trazer para as companhias, sejam elas pequenas, médias ou grandes. Os aspectos negativos também devem ser apresentados para uma avaliação consistente por parte dos tomadores de decisão.

A fim de colaborar com o acesso das pequenas e médias empresas emergentes ao mercado de capitais, destaca-se que seriam, realmente importantes, políticas de incentivos aos investidores e um conhecimento mais ampliado desse meio de obtenção de recursos por parte das PMEs.

Ao analisar o perfil dos investidores do Bovespa Mais, nota-se que a maioria desses investidores são institucionais, diferente de outros países (HARWOOD; KONIDARIS, 2015). Portanto, os órgãos responsáveis têm o desafio de atrair os investidores individuais para esse mercado.

O governo já tomou algumas iniciativas para colaborar com a participação dos investidores nesse mercado, através da Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014 que isenta a pessoa física do imposto sobre a renda do capital investido, dentre outras iniciativas, contudo parece que essas medidas não têm sido suficientes para atrair esses investidores.

Outro aspecto a ser considerado pelos segmentos seria a utilização do assessor para colaborar com as empresas em todo o processo de abertura de capital. Os resultados apontam para a importância desse profissional habilitado, com o objetivo de auxiliar esse grupo de empresas em todo o processo de acesso ao mercado de capitais.

A presença do assessor é encontrada na maioria dos segmentos ou mercados voltados para esse grupo de empresas, que foram apresentadas no referencial teórico, por exemplo: na *NewConnect*, na Polônia (LEWANDOWSKA, 2010); na BSE SME, na Índia (MILKEN INSTITUTE, 2017) e na Junior Market, na Jamaica (JUNIOR MARKET, 2009).

Os menores custos pré-*IPO*, do *IPO* em si e pós-*IPO*, além de menores exigências para listagem em bolsa também foram apontados como fatores que poderiam contribuir muito com o acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, esses fatores também foram apontados por Deloitte e IBRI (2013).

Com a tentativa de atrair empresas para o Bovespa Mais, a BM&FBOVESPA elaborou estratégias com essa finalidade, dentre elas a facilidade de divulgação de relatórios, a fim de colaborar com a redução de custos.

A partir das informações contidas no referencial teórico (WORD FEDERATION EXCHANGE, 2016; BM&FBOVESPA, 2018), sugere-se que esse tipo de incentivo não tem surtido os efeitos esperados, haja vista a pouca quantidade de empresas listadas no Bovespa Mais em comparação com outros países. Sendo assim, seria importante que se desenvolvessem novas estratégias para a redução dos custos e despesas, para as pequenas e médias empresas.

4.2.3 Preparação para a abertura de capital

Apesar das barreiras observadas, um número importante de pequenas e médias empresas em crescimento não exclui totalmente a possibilidade de abrir o capital, resultados consistentes com aqueles encontrados em Deloitte e IBRI (2013) e, de acordo com os resultados sugere-se que as empresas estão se preparando para darem esse passo importante rumo ao mercado de capitais.

A maioria delas já possui em sua estrutura uma área responsável para desenvolvimento de relatórios, análises e relacionamento com investidores, já foram a procura de um parceiro, pensando em uma futura abertura de capital e conhecem os seus potenciais investidores. Todo esse movimento preparatório por parte das empresas vai de encontro à Deloitte e IBRI (2013) ao argumentarem sobre a consciência que os pequenos e médios gestores possuem sobre a necessidade de adaptarem a empresa à essa nova realidade.

Esse grupo de empresas é constituído por empresas emergentes e com potencial de crescimento, conforme Deloitte e Exame (2017), portanto possui várias características que o identifica como um grupo com o perfil ideal para um futuro passo em direção ao mercado de capitais e por esse motivo, há de se esperar que esse grupo de pequenas e médias empresas emergentes que não exclui a possibilidade de acessar o mercado acionário esteja preparado ou em processo de preparação para uma futura abertura de capital.

Esta preparação é necessária, pois o acesso a essa nova forma de financiamento para projetos de longo prazo exige dos gestores análise, mudança em seus procedimentos de gestão e adaptação da empresa para essa nova realidade e empresa aberta. Todo esse processo de preparação envolve uma série de estudos e pesquisas, de acordo com Brito (2005).

No entanto, de acordo com os resultados, identifica-se a necessidade de um maior conhecimento por parte dos gestores, a respeito das exigências após *IPO*, do tipo e frequência dos relatórios exigidos.

A transparência é de suma importância para esses segmentos, pois ela será uma das grandes responsáveis pelo seu sucesso, bem como, é através desses relatórios que os investidores tomarão as suas decisões de investimentos. A importância da divulgação de informações foi

amplamente discutida por Kulkarni e Chirputkar (2014), Oliveira e Martelanc (2014) e IBGC (2015).

As empresas listadas deverão estar plenamente conscientes quanto à regulamentação em relação às exigências do tipo e frequência dos relatórios. Com a finalidade de solucionar o problema, o segmento dedicado a esse grupo de empresas poderia organizar encontros, como *workshop* ou conferências com os gestores das empresas com potencial de crescimento com o objetivo de auxiliá-los nos diversos assuntos relacionados à abertura de capital, conforme modelo utilizado pela *ENTERNEXT* (2017) ou *AltX* (JSE, 2017).

Os resultados, destacam também, que os principais destinos dos recursos obtidos seriam para investimentos em tecnologia, investimentos em novos mercados, mudança no perfil da dívida e investimentos em inovação. Os resultados são consistentes com a literatura, principalmente em relação ao perfil da dívida, quando considerado os ajustes na estrutura de capital da empresa, conforme apresentado por Oliveira e Martelanc (2014) e Kulkarni e Chirputkar (2014).

Em consideração aos outros resultados encontrados, investimentos em tecnologia, em inovação e novos mercados, diferem daqueles encontrados em Deloitte e IBRI (2013), onde somente os investimentos em tecnologia se destacam como destino principal dos recursos. Todavia, o destino desses recursos estão de acordo com os resultados de Deloitte e Exame (2017).

A pesquisa demonstra que esse grupo de pequenas e médias empresas, em potencial de crescimento, a fim de se manterem competitivas, investem, principalmente, em tecnologia, inovação e a busca de novos mercados. Portanto, os resultados sugerem que essas empresas estão preocupadas em manter esse crescimento sustentado e planejam continuar com esses investimentos, mantendo a sua característica de empresas inovadoras e voltadas para o crescimento.

4.2.4 Governança Corporativa

A Governança Corporativa é um assunto que merece destaque para as empresas que pretendem dar um passo rumo ao mercado de capitais. Conforme foi demonstrado pela

pesquisa Deloitte e Exame (2017) existe por parte das pequenas e médias empresas emergentes uma preocupação com as práticas boa governança.

Os resultados obtidos corroboram a pesquisa Deloitte e Exame (2017), apontando que a maioria dos gestores dessas empresas possui conhecimentos a respeito de Governança Corporativa, mas na visão desses gestores, ainda existe uma falta de conhecimento por parte do pequeno e médio empresário a respeito do assunto, esse resultado também foi observado por Gils (2005) e Mahzana e Yanb (2014), conforme apresentado no referencial teórico.

Outro fator destacado por esse grupo de gestores foi a escassez de mão-de-obra especializada para dar continuidade ao processo de governança corporativa. Neste sentido, emerge a necessidade da formação de profissionais capacitados para atender esse público.

Conforme os resultados obtidos na pesquisa, sugere-se que os gestores consideram que a boa Governança Corporativa trará importantes benefícios para as PMEs, ao contrário dos resultados apontados por Parsa, Chong e Isimoya (2007).

Para esse grupo de gestores, as empresas poderão usufruir dos impactos positivos da boa Governança Corporativa de várias maneiras: preparando a estrutura organizacional para alavancar o crescimento; aperfeiçoando a organização, transparência, planejamento e orientação das empresas, além dos impactos positivos diante do mercado, facilitando assim a captação de recursos por meio de fontes variadas.

A partir desses resultados é possível concluir que esses gestores das pequenas e médias empresas emergentes apresentam um conhecimento diferenciado das outras PMEs. Em oposição a Gils (2005) e Mahzana e Yanb (2014) esse grupo de gestores possui conhecimentos sobre a Governança Corporativa e apresentam de maneira adequada os benefícios da boa Governança para as suas empresas, de acordo com os benefícios apresentado no referencial teórico por IBGC (2015) e OECD (2015).

4.2.5 Aplicabilidades no segmento voltado para PMEs

No Quadro 2, são apresentadas as estratégias desenvolvidas pelos órgãos responsáveis: Bolsa de Valores, CVM e Governo no sentido de colaborar com o acesso das pequenas e médias

empresas com potencial de crescimento ao mercado de capitais. Essas iniciativas foram elaboradas a partir de doze propostas apresentadas pelo do Comitê Técnico para Ofertas Menores, conforme informações na página eletrônica da BM&FBovespa (2018).

É apresentado também, o embasamento teórico e os resultados da pesquisa com algumas percepções dos gestores das pequenas e médias empresas em crescimento.

Diante do quadro comparativo observa-se que no Brasil, foram poucas as iniciativas e percebe-se também, que elas estão concentradas somente nos anos de 2014 e 2015. Portanto, não foi dado o prosseguimento necessário aos trabalhos, provavelmente devido aos problemas enfrentados pelo país a partir de 2014.

Desde a sua criação, poucas empresas acessaram o segmento BovespaMais a fim de obterem recursos para seus projetos, todavia, percebe-se que as iniciativas em sua maioria vão em direção das realidades encontradas em outros mercados, voltados para as pequenas e médias empresas, mas ao comparar essas informações com os resultados da pesquisa, sugere-se que essas medidas, de fato, pouco têm atingido os pequenos e médios gestores das empresas emergentes, cujo perfil é aquele delineado pelo segmento.

Portando, há muito por se fazer, primeiramente no sentido de atrair investidores para o mercado, é preciso expandir a base de investidores, não somente através de medidas de incentivos fiscais, mas a partir de novas estratégias, como as sugeridas por ONRAM (2008).

Apesar das medidas para redução de custos, principalmente, retirando a obrigatoriedade de apresentação de relatórios na imprensa oficial do Estado, para os gestores, essas medidas ainda são insuficientes, pois consideram que os maiores custos são aqueles relacionados ao processo de *IPO* em si, abertura e parceiros envolvidos. Conforme demonstrado no referencial teórico, vários segmentos, além das simplificações no processo de listagem, muitos oferecem incentivos fiscais para empresas que desejam acessar esse mercado.

O Comitê tem elaborado medidas para colaborar com o conhecimento dos gestores, a respeito do mercado de capitais, essas medidas vão ao encontro daquelas realizadas em outros países. No entanto, grande parte dos gestores não tem conhecimento sobre alguns aspectos importantes, principalmente em relação aos relatórios após *IPO*, sendo assim, é preciso dar

prosseguimento aos cursos, palestras, *workshops*, para capacitação de gestores das empresas emergentes, a parceria com universidades e outros órgãos, como já foi feito, seria de grande proveito.

Outro fator a ser discutido e estudado é a possibilidade da utilização de um assessor, como acontece nas várias bolsas de valores ou mercados secundários em outras partes do mundo. De acordo com as informações no site da BM&FBovespa (2018), já avaliou-se a possibilidade da atuação dos intermediários nas ofertas menores.

Algumas peculiaridades foram encontradas em algumas bolsas de valores ou mercados secundários, voltados para PMEs, que poderiam servir como sugestão para o segmento brasileiro. Nas bolsas da Índia, Tailândia e Egito são desenvolvidos índices para uma melhor avaliação do mercado.

Embora, o modelo da *AIM* de Londres, não deva ser copiado mas poderia ser customizado para países emergentes, principalmente pelo perfil das empresas listadas e o modelo utilizado que poderia aumentar os custos para pequenas empresas de outros países, conforme Harwood e Konidaris (2015), é interessante o critério utilizado pela *AIM*. No processo de listagem são aceitas, não somente as empresas já consolidadas no mercado, mas empresas em seu estágio inicial, desde que tenham o apoio de uma *venture capital*.

Seria interessante, também, considerar a participação dessas novas empresas no segmento voltado para PMEs com potencial de crescimento, desde que apoiadas por empresas de *venture capital* a fim de trazer confiança para os investidores, além de colaborar com o desenvolvimento das VC/PE no Brasil. Haja vista a importância dos investidores institucionais para o mercado de capitais.

Quadro 2 - Quadro comparativo: iniciativas, referencial teórico e resultado da pesquisa

continua

	Iniciativas para destravar o mercado de capitais para as pequenas e médias empresas	Referencial Teórico	Resultado da Pesquisa
Iniciativas para atrair investidores	<p>Lei nº 13.043 em 13/11/2014, determinando a isenção de IR sobre ganho de capital realizado nas vendas de ações, em mercado a vista de bolsa, até 2023.</p> <p>Instrução 409 da CVM, por meio da Instrução 549, permitindo a criação de fundos de ações, voltados a investidores qualificados ou não qualificados.</p> <p>Lei nº 13.043, publicada em 13/11/2014, não concedeu isenção de IR na fonte sobre rendimentos auferidos por pessoas físicas para resgate de cotas de FIA Fechado (somente FIA Aberto)</p> <p>Lei nº 13.043 em 13/11/2014, determinando isenção de IR na fonte sobre rendimentos auferidos por pessoas físicas no resgate de quotas.</p>	<p>Canadá - expansão da base de investidores (TSXV, 2017).</p> <p>Egito – lançar no mercado número limitado de empresas com história de sucesso e potencial de crescimento (OMRAN, 2008).</p>	<p>Desconhecimento por parte da população local sobre mercado acionário.</p> <p>Principal fator facilitador para acesso das emergentes são políticas de incentivo fiscal para os investidores.</p>
Iniciativas para atrair empresas	<p>Instrução 548 da CVM, dispensando a publicação em jornal de avisos obrigatórios relativos à oferta pública de ações, para todas empresas listadas.</p> <p>Instrução 547 da CVM, dispensando a publicação em jornal de Ato ou Fato Relevante, para todas empresas listadas.</p> <p>Publicada Lei nº 13.043 em 13/11/2014, determinando a retirada da exigência de publicação de demonstrações financeiras e de atos societários em Diário Oficial.</p> <p>Concluída pesquisa da Fundação Dom Cabral (FDC) e divulgada em 14 de abril de 2014 no Congresso da ABVCAP no Rio de Janeiro.</p>	<p>Polônia - fórmula liberal não submetida à bolsa de valores - NewConnect (LEWANDOWSKA, 2010).</p> <p>Índia - critérios simplificados de listagem e taxas reduzidas - BSE SME (MILKEN INSTITUTE, 2017).</p> <p>Jamaica - mesmas exigências das empresas do mercado principal, taxas de listagem 50% menores e incentivos fiscais Junior Market (2012).</p> <p>Tailândia – mesmas regras do mercado principal, regulamentos de listagem flexíveis -MAI (CHORRUK; WORTHINGTON, 2013).</p> <p>Austrália – critérios para IPO são mais simplificados, despesas modestas (DWYER; KOTEY, 2015).</p> <p>Egito - NILEX – regulamentos de listagem flexíveis (OMRAN, 2008).</p> <p>Bélgica, França, Alemanha e Portugal – ENTERNEXT - Simplificação, flexibilidade e menores custos, serviços personalizados às empresas ENTERNEXT, 2017).</p> <p>Londres – AIM – procedimentos de listagem simplificados (KULKARNI; CHIRPUTKAR, 2014; HARWOOD; KONIDARIS, 2015)</p>	<p>Os gestores discordam de que oferta pública de ações é acessível às pequenas e médias empresas.</p> <p>Existem poucas pequenas e médias empresas listadas na bolsa brasileira.</p> <p>Custos é a principal barreira para a abertura de capital.</p> <p>Dentre os maiores custos considerados estão os custos do processo do IPO em si (abertura e parceiros envolvidos).</p> <p>Exigências regulatórias excessivas.</p> <p>Menores exigências para listagem na Bolsa.</p>

Quadro 4 – Quadro comparativo: iniciativas, referencial teórico e resultado da pesquisa

continuação

Iniciativas para auxiliar gestores	<p>Concluída pesquisa da Fundação Dom Cabral (FDC) e divulgada em 14 de abril de 2014 no Congresso da ABVCAP no Rio de Janeiro.</p> <p>Realizado workshop com entidades do mercado para validar proposta em março de 2014.</p> <p>Conteúdo para o Programa de Capacitação foi redesenhado com base nas sugestões dos participantes em workshop. Uma primeira Oficina de Capacitação, projeto piloto, ocorreu em São Paulo no mês de abril de 2015.</p>	<p>África do Sul – curso introdutório com diretores de empresas - (JSE, 2017).</p> <p>Egito – reuniões com gestores de empresas promissoras (OMRAN, 2008).</p> <p>Bélgica, França, Alemanha e Portugal – <i>ENTERNEXT</i> – congressos, conferências, <i>workshops</i> com diretores (NYSE EURONEXT, 2010).</p>	<p>Dentre os fatores facilitadores do acesso das emergentes ao mercado de capitais esta o conhecimento mais ampliado do mercado.</p> <p>Falta de conhecimento sobre frequência e tipo de relatórios exigidos após a abertura de capital.</p>
Iniciativas de auxílio às pequenas e médias empresas	<p>Atuação dos intermediários em ofertas menores vem sendo discutida no GT do Setor de Intermediação, formado pela BM&FBOVESPA, ANBIMA, ANCORD e CETIP</p>	<p>Polônia - presença de assessor habilitado e <i>Market Maker</i> - NewConnect (LEWANDOWSKA, 2010).</p> <p>Índia - participação de um intermediário autorizado - BSE SME (MILKEN INSTITUTE, 2017).</p> <p>Jamaica - presença do assessor habilitado - <i>Junior Market</i> (2012).</p> <p>África do Sul – contratar assessor autorizado (JSE, 2017).</p> <p>Tailândia – assessor autorizado para trabalhar em conjunto com auditor (SET, 2017).</p> <p>Austrália – assessor autorizado (NSX, 2017).</p> <p>Egito – contratar assessor (OMRAN, 2008)</p> <p>Bélgica, França, Alemanha e Portugal – <i>ENTERNEXT</i> – presença do assessor autorizado (NYSE EURONEXT, 2010).</p> <p>Espanha - <i>MAB</i> – contratar assessor registrado e provedor de liquidez (MAB, 2017).</p> <p>Londres – <i>AIM</i> – profissional habilitado listagem (HARWOOD; KONIDARIS, 2015).</p>	<p>Dentre os fatores facilitadores do acesso das emergentes ao mercado de capitais esta a presença de um profissional habilitado para auxiliar as empresas.</p>

Quadro 4 – Quadro comparativo: iniciativas, referencial teórico e resultado da pesquisa

conclusão

	Mercado de acesso - Formação de um grupo de trabalho entre a BM&FBOVESPA e a CVM para avaliar mercado alternativo para o mercado de balcão.	Polônia - <i>NewConnect</i> (LEWANDOWSKA, 2010). Bélgica, França, Holanda e Portugal – <i>Enternext</i> (ENTERNEXT, 2017).	Não foi considerado na pesquisa.
Peculiaridades des algumas bolsas apresentadas no referencial teórico			
<p>Índia - <i>IPO Index Performance</i> - BSE SME (2017).</p> <p>Tailândia – possui um índice (MAI, 2017).</p> <p>Egito – índice para demonstrar a performance da bolsa de valores para as PMEs (OMRAN, 2008).</p> <p>Londres – <i>AIM</i> – inclui empresas em seu estágio inicial apoiadas por <i>venture capitals</i> e empresas consolidadas (KULKARNI; CHIRPUTKAR, 2014; HARWOOD; KONIDARIS, 2015).</p>			

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho de pesquisa teve como objetivo conhecer as percepções de um grupo de gestores de pequenas e médias empresas em crescimento, sobre a utilização do mercado de capitais como forma de captação de recursos para seus projetos de longo prazo.

Os resultados sugerem que esses gestores possuem conhecimentos sobre o mercado de capitais e as diversas formas de financiamento e a maioria deles já fez uso de recursos próprios, seguidos de financiamentos a partir de bancos ou agências de fomento para financiarem seus projetos. Grande parte dos respondentes reconhece a importância do mercado de capitais para economia do país, mas a maioria deles não tem planos de abrir o capital da empresa.

Dentre as empresas pesquisadas e que pretendem ou consideram a possibilidade de abrirem o capital, os resultados apontam que elas estão se preparando para um futuro passo ao mercado de capitais. Os gestores dessas empresas têm conhecimentos sobre Governança Corporativa e conhecem os benefícios que as boas práticas de Governança poderão trazer para seus negócios, divergindo de Parsa, Chong e Isimoya (2007).

Para o grupo de gestores das pequenas e médias empresas emergentes, existem vários aspectos que dificultam o acesso desse grupo ao mercado de capitais, o principal deles são os custos, principalmente os custos durante a realização do *IPO* e parceiros envolvidos no processo. Para esses gestores, a demora em obter resultados também desencoraja o acesso dessas empresas ao mercado acionário, embora considerem que exista benefícios para as empresas.

Os resultados indicam que os principais destinos dos recursos obtidos seriam investimentos em tecnologia, inovação e busca de novos mercados. Por fazerem parte de um grupo de pequenas e médias empresas em crescimento, de acordo com Deloitte e Exame (2017), infere-se que essas empresas têm como objetivo prosseguirem com suas estratégias de crescimento.

O perfil dos respondentes é em sua maioria do gênero masculino, com pós-graduação a nível de especialização com idade de 31-40 anos.

Espera-se que este trabalho seja um referencial para novos estudos e possa colaborar com o crescimento e desenvolvimento das pequenas e médias empresas, além de apresentar indicações aos gestores das PMEs que pretendem dar um passo rumo ao mercado acionário e obterem conhecimentos a respeito do mercado de capitais e segmentos voltados para esse grupo.

Poderá, também, colaborar com o segmento apontando caminhos para novas propostas, retomada nos trabalhos e reavaliação de seus procedimentos a partir do exemplo de outros mercados, além daqueles já analisados pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores (BM&FBOVESPA, 2018) a fim de destravar o acesso ao mercado de capitais para as pequenas e médias empresas com potencial de crescimento.

É preciso considerar como limitação do estudo o baixo número de respondentes da pesquisa o que caracteriza a amostra como não probabilística, portanto, os resultados não podem ser generalizados para a população.

A fim de um melhor entendimento da relação pequenas e médias empresas e mercado de capitais, estudos futuros poderiam ser realizados para conhecer melhor as percepções dos gestores de empresas que não fazem parte desse grupo das empresas emergentes ou pesquisas que analisem as percepções dos gestores das PMEs em crescimento a respeito da possibilidade de abrirem o capital da empresa, em diferentes estágios da economia, com objetivo de verificar se essas percepções mudam nos diferentes ciclos econômicos.

Estudos futuros também poderiam analisar as percepções dos gestores das *start-ups* a respeito de uma possível busca de financiamentos via mercado de capitais e ao mesmo tempo avaliar as considerações das empresas de *venture capital* em relação a uma futura injeção de recursos nessas empresas com potencial de crescimento, tendo em vista o seu acesso ao mercado acionário.

Seriam interessantes estudos que considerassem a participação dos investidores institucionais como uma variável moderadora na decisão dos investidores individuais de aplicarem recursos nos segmentos voltados para as pequenas e médias empresas e pesquisas que avaliassem a possibilidade da criação de uma plataforma customizada para a realidade brasileira nos moldes da AIM, como proposto por Harwood e Konidaris (2015).

Finalmente, é importante destacar que esse trabalho contribui para a área do conhecimento no sentido de colaborar com o preenchimento da lacuna existente na literatura brasileira considerando pequenas e médias empresas, principalmente quanto à participação desse grupo de empresas no mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2a ed. São Paulo: Pioneira Thompson Learning, 2002, 373 p.

ANDRIEŞ, A. M. The importance of capital market in economy. **CES Working Papers**, Vol 1(2), p. 69-75, 2009.

ARAUJO, V. R. P.; RAMIREZ, L. E. J. Generalidades sobre las modalidades de bolsas de valores para PyME, en el mundo. **Visión Gerencial**, n.1, p.172-203, 2016.

ARESTIS, P.; DEMETRIADES P. O.; LUINTEL, K.B. Financial development and economic growth: the role of stock markets. **Jounal of Money, Credit and Banking**, vol. 33, n. 1, p. 16-41, 2001

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 9a ed. São Paulo: Atlas, 2009, 318 p.

AYYAGARI, M.; BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A. Small and medium enterprises across the globe. **Small Business Economics**, v.29, n.4, p.415-434, 2007.

AYYAGARI, M.; DEMIRGUC-KUNT, A; MAKSIMOVIC, V. Who creates jobs in developing countries? **Small Business Economics**, New York, v.43, n.1, p.75-79, 2014.

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO (BNDES). **Classificação de porte dos clientes**. Disponível em:
<<http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/quem-pode-ser-cliente/>>.
Acesso em: 20 mar. 2017

_____. **Evolução dos desembolsos**. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desempenho/evolucao-dos-desembolsos/> Acesso em: 25 mar. 2017.

BANERJEE, A., A. **Capital Market Access to SMES in India**. 10th Indian Institute of Capital Markets Conference Paper, December, 18, 2006.

BECK, T.; LEVINE, R. Stock markets, banks, and growth: correlation or causality? **The World Bank Publications**, working paper 2670, 2001.

BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A.; LEVINE, R. Small and medium enterprises, growth and poverty: cross-coutry evidence. **World Bank Policy Research**, Washington, DC, working paper 3178, 2003.

BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A; PERIA, M. S. M. Banking financing for SMEs around the world. Drivers, obstacles, business models, and lending practices. **World Bank**, Washington, DC, working paper 4785, 2008.

BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT. Small and medium-sized enterprises: access to finance as a growth constraint. **Journal of Banking and Finance**, v.30, n.11, p.2931-2943, 2006.

BERGGREN, B.; OLOFSSON, C.; SILVER, L. Control aversion and the search for external financing in Swedish SMESs. **Small Business Economics**, v.15, n.3, p.233-242, 2000.

BM&FBOVESPA. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo, 2000, 64 p.

_____. **Bovespa Mais**. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2014, 12 p.

_____. **Bovespa Mais 2**. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2014, 12 p.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Benefícios para a pequena e média empresa**.

Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/abertura-de-capital/beneficios-para-pequenas-e-medias-empresas/> Acesso em 11 abr. 2018.

_____. **Empresas listadas**. Disponível

em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 23 mar. 2017.

BRASIL. Lei Complementar nº 123 de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm>. Acesso em: 25 jul. 2016.

_____. Lei nº 13.043 de 13 de novembro de 2014. Dispõe sobre os fundos de índice de renda fixa, sobre a responsabilidade tributária na integralização de cotas de fundos ou clubes de investimento por meio da entrega de ativos financeiros, sobre a tributação das operações de empréstimos de ativos financeiros e sobre a isenção de imposto sobre a renda na alienação de ações de empresas pequenas e médias. Disponível

em: http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2011-2014/2014/Lei/L13043.htm. Acesso em: 23 mar. 2017.

BRITO, O. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2005, 400 p.

BSE SME. Don't miss out on a big opportunity: **grow big on BSE SME platform**.

Disponível em: <http://www.bsesme.com/downloads/BSE_SME_EBOOK.pdf> Acesso em 06 dez. 2017.

BULAN, L.; YAN, Z. Firm maturity and the pecking order theory. **International Journal of Business and Economics**, v. 9, n.3, p.179-200, 2010.

BURKOWSKI, E.; PEROBELLI, F. F.; ZANINI, A. A identificação de preferências e atributos relacionados à estrutura de capital em pequenas empresas. **RAE-eletrônica**, v. 8, n. 1, art.2, 2009. Disponível em:

<<http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=XXXX&Secao=ARTIGOS&Volume=8&Numero=1&Ano=2009>> Acesso em: 16 out. 2016

CÁSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. **Journal of Business Research**, v.63, n.3, p.248-254, 2010

CERVO, A., L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2006, 242 p.

CHORRUK, J.; WORTHINGTON, A. C. The pricing and performance of IPOs for small- and medium-sized enterprises: evidence from Thailand. **Journal of the Asia Pacific Economy**, v.18, n.4, p. 543-559, 2013.

CLARKE, T.; KLETTNER, A. Governance issues for SMEs. **Journal of Business Systems, Governance and Ethics**, v.4, n.4, p. 23-40, 2010.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 12a ed. Porto Alegre: AMGH, 2016, 695 p.

DAMODARAN, W. **Corporate Finance: Theory and Practice**. Estados Unidos: John Wiley & Sons, 1997, 876 p.

DELOITTE; IBRI. **Rumo à abertura de capital**: percepções das empresas emergentes sobre os entraves e benefícios. Pesquisa 2013, 20 p.

_____. **Custos para abertura de capital no Brasil**: uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2015. DeloitteTouche Tohmatsu: 2016, 24 p.

DELOITTE; EXAME. As PMEs que mais crescem no Brasil: **a estratégia do reposicionamento**. Deloitte Touche Tohmatsu: 2017, 32 p.

DEMIRGUC-KUNT, A; LEVINE, R. Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview. **The World Bank Economic Review**, v.10, n.2, p. 223-239, 1996.

DEUTSKENS, E. ET AL. Response Rate and Response Quality of Internet-Based Surveys: An Experimental Study. **Marketing Letters**, v.15, n.1, p.21–36, 2004.

DWYER, B.; KOTEY, B. Financing SME growth: the role of the national stock exchange of Australia and business advisors. **Australian Accounting Review**, v.25, n.2, p.114-123, 2015.

ENTERNEXT. Disponível em: < <https://www.enternext.biz/pt-pt> > Acesso em 12 dez. 2017.

_____. **Publications**. Disponível em: <<https://www.enternext.biz/enternext/services-for-issuers/publications>> Acesso em 12 dez. 2017.

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

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5a ed. São Paulo: Atlas, 2010, 184 p.

GILS, A. Management and governance in Dutch SMEs. **European Management Journal**, v.23, n.5, p. 583-589, 2005.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10a ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004, 745 p.

HAIR JR ET AL. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005, 471 p.

HARWOOD, A; KONIDARIS, T. SME exchanges in emerging market economies. A stocktaking of development practices. **World Bank Group**, policy research working paper 7160, 2015.

IBMEC. **Mercado de Capitais no Brasil**. Disponível em: <<http://ibmec.org.br/empresario/o-que-e-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-no-brasil/>> Acesso em 18 dez. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Cadastro Central de Empresas**. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/tabela/987>>. Acesso em: 26 mar.2017.

_____. **Contas regionais do Brasil 2010 – 2014**. Rio de Janeiro: IBGE, n.53, 97 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5a ed. São Paulo, IBGC, 2015, 108 p.

INTERNATIONAL FINANCIAL CORPORATION (IFC). **SMEs Small and Medium Enterprises**. World Bank Group, v.5, ed.1, 2011.

_____. **The SME banking knowledge guide**. Washington: Word Bank Group, 2009.

JAMAICA STOCK EXCHANGE JUNIOR MARKET. **Revised Executive Summary**. Disponível em <https://www.jamstockex.com/wp-content/uploads/2015/05/jm_executive_summary.pdf> Acesso em 07 dez. 2017.

_____. **Junior Market Rules**. Kingston: Jamaica Stock Exchange, 2009, 92 p.

JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE. **Listing on AltX**. Disponível em: <<https://www.jse.co.za/capital/altx>> Acesso em 07 dez. 2017.

KRAUTER, E.; SOUSA, A. F. Um estudo sobre o financiamento nas micro, pequenas e médias empresas no Estado de São Paulo. In: ENCONTRO DE ESTUDOS SOBRE EMPREENDEDORISMO E GESTÃO DE PEQUENAS EMPRESAS, 9., 2016, Passo Fundo. **Anais...Passo Fundo: UPF**, 2016, v.1, p. 1-16.

KULKARNI, P; CHIRPUTKAR, A. V. Impact of SMEs listing on capital structure decision. **Procedia Economics and Finance**, v.11, p. 431-444, 2014.

LA TORRE, Augusto de; SCHMUKLER, Sérgio L. **Emerging Capital Markets and Globalization: the Latin América experience**. The World Bank Publications, 2007.

LEITE FILHO, G. A.; CARVALHO, F. M.; ANTONIALLI, L. M. Heterogeneidade de desempenho das pequenas empresas Brasileiras: uma abordagem da visão baseada em recursos (VBR). **Revista Eletrônica de Administração**, v.18, n.3, p.631-650, 2012.

LEVINE, R; ZERVOS, S. Stock markets, banks, and economic growth. **The American**

Economic Review, v.88, n.3, p.537-558, 1998.

LEWANDOWSKA, L. NewConnect – an alternative platform for new innovative companies. **Comparative Economic Research**, v.13, n.1/2, 2010.

LODON STOCK EXCHANGE. **For companies & advisers**. Disponível em:
<<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>> Acesso em 11 nov. 2016.

MAHZANA, N; YANB, C. M. Harnessing the benefits of corporate governance and internal audit: advice to SME. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, n.115, p. 156–165, 2014.

MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL. **Guía de buenas prácticas de las entidades emisoras en el Mercado Alternativo Bursátil**. Disponível em:
<http://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/Guia_MaB_Buenas_prácticas_EMITORES.pdf> Acesso em 06 dez. 2017.

MILKEN INSTITUTE CENTER FOR FINANCIAL MARKETS. Can stock exchanges support the growth of small and medium-sized enterprises? **Lessons from India, South Africa, and Jamaica**. Washington: Milken Institute, 2017, 86 p.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The 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. **The American Economic Review**, v.3, n.3, p.433-443, 1963.

MORAIS, J. M. Programas especiais de crédito, para micro, pequenas e médias empresas: BNDS, PROGER e fundos constitucionais de financiamento. *IN*: NEGRI, J. A.; KUBOTA, L., C. **Políticas de incentivo de inovação tecnológica no Brasil**. Brasília, IPEA, 2008.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v.39, n.3, p.574-592, 1984.

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

NATIONAL STOCK EXCHANGE. **Listing**. Disponível em:
<<https://www.nsx.com.au/listing/listing/>> Acesso em 11 dez. 2017.

NILE STOCK EXCHANGE. **Listed Companies**. Disponível em: <
http://www.nilex.com.eg/Listed_Companies.aspx> Acesso em 11 dez. 2017.

OLIVERIA, B. C.; MARTELANC, R. IPO determinants of Brazilian companies. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v.12, n.2, p. 135-161, 2014.

OMRAN, M. Access to finance for SMEs through the stock exchange in Egypt: conceptual framework and policy implications. **Cairo & Alexandria Stock Exchanges**, Occasional Papers 3, 2008.

PARSA, S.; CHONG, G.; ISIMOYA, E. Disclosure of governance information by small and medium-sized companies. **Corporate Governance: The international Journal of Business in Society**, v.7, n.5, p. 635-648, 2007.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: Fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2001, 328 p.

RAMALHO, C. **Toward a Venture Capital-Backed Entrepreneurship Model in Brazil**. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/13455>> Acesso em: 25 mar. 2017.

RASCH, S. Special Stock Market Segments for Small Company Shares in Europe: What Went Wrong? **ZEW Discussion Paper**, Mannheim, n.94-13, 1994.

RICHARDSON, R., J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3a ed. São Paulo: Atlas, 2012, 334 p.

ROELL, A. The decision to go public: an overview. **European Economic Review**, v.40, ed.3-5, p.1071-1081, 1996.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010, 776 p.

ROSSETTI, J.P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5a ed. São Paulo: Atlas, 2011, 596 p.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (SEBRAE). **Critérios de classificação de empresas: MEI - ME – EPP**. Disponível em: <http://www.sebrae-sc.com.br/leis/default.asp?vcdtexto=4154>>. Acesso em: 11 ago. 2016.

_____. **As micro e pequenas empresas nas exportações brasileiras: 1998 – 2015**. Brasília: SEBRAE, 2016, 123 p.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (SEBRAE); BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Indicadores de crédito para as micro e pequenas empresas (MEP) no Brasil**. Brasília: Sebrae/Bacen, 2016, 53 p.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2a ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

STEFFEN, H., C.; ZANINI, F. A. M. Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.23, n.59, p.102-115, 2012.

STEVENSON, W. J. **Estatística Aplicada à Administração**. São Paulo: Harbra, 2001, 495 p.

THE ORGANISATION FOR ECONOMIC AND CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **G/20/OECD Principles of corporate governance**. Ankara, set. 2015, 66 p.

THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. **Listing Information**. Disponível em <https://www.set.or.th/en/products/listing2/listing_mai_p5.html> Acesso em 10 dez. 2017.

_____. **Mai Index Series**. Disponível em:
<https://www.set.or.th/en/products/index/maiindex_p1.html> Acesso em 10 dez. 2017.

TAVARES, F. O.; PACHECO, L.; ALMEIDA, E. F. Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal. **Revista de Administração**, v.50, n.2, p.254-267, 2015.

THE WORLD BANK. **Domestic credit provided by financial sector (% of GDP)**. Disponível em:<<http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS?end=2015&start=1995&view=chart>> Acesso em: 25 mar. 2017.

TSX VENTURE EXCHANGE. **Revitalizing TSX Venture Exchange Canada's public venture market**. Toronto: Toronto Stock Exchange, 2015, 9 p.

VASCONCELLOS-GUEDES, L.; GUEDES, L. F. A. E-surveys: Vantagens e Limitações dos Questionários Eletrônicos via Internet no Contexto da Pesquisa Científica. In: X SemeAd - Seminário em Administração, 10.,2007, São Paulo. **Anais...**São Paulo: FEA/USP, 2007.

VAN HORNE, J. C.; WACHOWICZ JR, J. M. **Fundamentals of financial management**.13 ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2008, 719 p.

VOS, E. et al. The happy story of small business financing. **Journal of Banking and Financing**, v.31, n.9, p.2648-2672, 2007

WORLD FEDERATION EXCHANGE. **Report on SME Exchanges**. Londres: World Federation Exchange, 2016, 33 p.

APÊNDICE A– Questionário

1 PERFIL DA EMPRESA

Número de funcionários (somente funcionários com registro em carteira):_____.

Tempo de atividade da empresa:_____.

Setor de atuação:

☐ indústria

☐ comércio

☐ serviços

☐ outro:_____

2 FORMAS DE FINANCIAMENTO

Este bloco de perguntas tem por finalidade conhecer as fontes de financiamento da empresa e o conhecimento dos gestores sobre outras opções de financiamentos para seus projetos.

2.1 Já utilizou empréstimo de partes relacionadas (mútuo) – recursos próprios?

☐ sim ☐ não

2.2 Já utilizou recursos de um fundo ou banco de fomento? (instituições com o objetivo principal de financiar capital fixo e de giro pra empreendimentos)

☐ sim ☐ não

2.3 Pretende utilizar recursos de um fundo ou banco de fomento até o final do próximo ano?

☐ sim ☐ não

2.4 Utiliza recursos de um fundo de *venture capital* ou *private equity*? (atividades nas quais investidores, atuando através de fundos ou veículos próprios de investimentos, injetam capital em empresas em troca de uma participação societária)

☐ sim ☐ não

2.5 Pretende utilizar recursos de um fundo de *venture capital* ou *private equity* até o final do próximo ano?

☐ sim ☐ não

2.6 Utiliza recursos por meio da emissão da dívida? (onde o investidor empresta uma determinada quantidade de dinheiro à empresa, convertendo-se, desta maneira, em credor da mesma, com a promessa de receber uma quantidade fixa anual de juros e, geralmente receber a totalidade do dinheiro emprestado quando vence o empréstimo)

☐ sim ☐ não

2.7 Conhecem a forma de captação dos recursos por meio de *angels* (investimento efetuado por pessoas físicas com seu capital próprio em empresas nascentes com alto potencial de crescimento).

☐ sim ☐ não

2.8 Já utilizou essa opção (*angels*)?

☐ sim ☐ não

2.9 A empresa faz um planejamento financeiro para captação de recursos de longo prazo?

☐ sim ☐ não ☐ a empresa não elabora planos de longo prazo

3 SOBRE A ABERTURA DE CAPITAL

O objetivo desse bloco de perguntas é conhecer as percepções dos gestores das pequenas e médias empresas sobre o mercado de capitais.

3.1 Possui algum conhecimento sobre mercado de capitais?

☐ sim ☐ não

3.2 É uma empresa de capital aberto:

☐ sim ☐ não

3.3 A abertura de capital é importante para a economia do país e competitividade global.

☐ concordo ☐ neutro ☐ discordo

3.4 O IPO (oferta pública de ações) é um evento positivo na história da empresa.

☐ concordo ☐ neutro ☐ discordo

3.5 O IPO (oferta pública de ações) é acessível para as pequenas e médias empresas.

☐ concordo ☐ neutro ☐ discordo

3.6 O IPO (oferta pública de ações) é uma experiência relativamente simples.

☐ concordo ☐ neutro ☐ discordo

3.7 A abertura de capital hoje não é tão atraente quando comparada há 10 anos.

☐ concordo ☐ neutro ☐ discordo

3.8 O IPO (oferta pública de ações) depende mais do momento da empresa.

☐ concordo ☐ neutro ☐ discordo

3.9 O IPO (oferta pública de ações) depende mais do momento econômico em que o país se encontra.

☐ concordo ☐ neutro ☐ discordo

3.10 Quais as principais barreiras para realizar a abertura de capital? (assinalar até três opções)

☐ complexidade; ☐ burocracia; ☐ maturidade; ☐ custos; ☐ cultura da empresa

☐ conhecimento; ☐ manutenção da empresa aberta; ☐ governança corporativa;

- ☐ competitividade;
- ☐ outro: _____.

3.11 Qual a sua opinião sobre o mercado acionário brasileiro em relação às principais economias? (assinalar até duas opções)

- ☐ Poucas empresas pequenas e médias listadas na bolsa brasileira.
- ☐ Desconhecimento por parte da população local sobre o mercado acionário e seus riscos.
- ☐ A procura por papéis de renda variável ainda é baixa no Brasil.
- ☐ Os custos de corretagem no Brasil são mais altos.
- ☐ De baixa liquidez.

3.12 Na sua opinião, qual o principal motivo que impede a abertura de capital das empresas? (assinalar até duas opções)

- ☐ Falta de maturidade da empresa.
- ☐ Receio de perda do controle nas decisões de gestão da empresa.
- ☐ Altos custos do processo de IPO.
- ☐ Dificuldade para atrair investidores.
- ☐ Necessidade de implantação de gestão corporativa.
- ☐ Exigências regulatórias excessivas.
- ☐ Receio de que os benefícios não ultrapassem o custo de abertura de capital.
- ☐ Complexidade/burocracia do processo.
- ☐ Outro: _____.

3.13 Mesmo que sejam grandes os esforços na realização de um IPO (oferta pública de ações), há retorno nesse processo?

- ☐ Sim, esse retorno encoraja a abertura de capital.
- ☐ Sim, mas acredito que esse retorno é muito demorado e por isso um IPO não está nos planos.
- ☐ Não vale a pena.

3.14 Qual custo (pré, durante e pós) relacionado ao IPO é mais relevante?

- ☐ Os custos pré-IPO, de preparação da empresa.
- ☐ Os custos do IPO em si, do processo de abertura e parceiros envolvidos.
- ☐ Os custos pós-IPO, de manutenção e cumprimento da legislação.

Como os aspectos a seguir facilitariam o acesso das emergentes ao mercado de capitais?

3.15 Menores custos pré IPO.

- ☐ Muito ☐ Moderadamente ☐ Pouco ☐ Não facilitaria

3.16 Menores custos pós IPO.

- ☐ Muito ☐ Moderadamente ☐ Pouco ☐ Não facilitaria

3.17 Menores custos do IPO em si.

- ☐ Muito ☐ Moderadamente ☐ Pouco ☐ Não facilitaria

3.18 Políticas de incentivo fiscal para empresas.

- ☐ Muito ☐ Moderadamente ☐ Pouco ☐ Não facilitaria

3.19 Políticas de incentivos fiscais ao investidores

- ☐ Muito ☐ Moderadamente ☐ Pouco ☐ Não facilitaria

3.20 Menores exigências para listagem na bolsa.

- ☐ Muito ☐ Moderadamente ☐ Pouco ☐ Não facilitaria

3.21 Conhecimento mais ampliado do mercado

☐ Muito ☐ Moderadamente ☐ Pouco ☐ Não facilitaria

3.22 Auxílio financeiro para cobrir custos.

☐ Muito ☐ Moderadamente ☐ Pouco ☐ Não facilitaria

3.23 Presença de um profissional habilitado para assessorar o processo de IPO.

☐ Muito ☐ Moderadamente ☐ Pouco ☐ Não facilitaria

4 PREPARAÇÃO DA EMPRESA PARA A ABERTURA DE CAPITAL

Através desse bloco de perguntas pretende-se levantar dados a respeito da realidade da empresa, ou seja, se a mesma está preparada ou está em processo de preparação para a realização da oferta pública de ações

4.1 Dentro de quanto tempo pretende abrir o capital da empresa?

☐ 1 ano

☐ 2 anos

☐ 3 anos

☐ Não pretende abrir o capital da empresa

☐ Outro: _____

4.2 Você já procurou ajuda de um parceiro, pensando numa futura abertura de capital?

☐ sim ☐ não

4.3 Você conhece potenciais investidores da sua empresa?

☐ sim ☐ não

4.4 A empresa já possui alguma área ou função relacionada ao apoio a investidores (RI)?

☐ sim ☐ não

4.5 Existe alguma área dentro da empresa para desenvolver relatórios e análises financeiras da empresa constantemente?

☐ sim ☐ não

4.6 Tem conhecimento dos tipos de relatórios e frequência a serem lançados após a abertura de capital?

☐ sim ☐ não

4.7 Quais será o principal destino para os recursos captados?

☐ Investimento em tecnologia

☐ Investimento em novos produtos

☐ Crescimento inorgânico

☐ Mudanças no perfil de dívida Investimentos em novos mercados

☐ Investimentos em inovação

☐ Outro: _____

5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

As perguntas a seguir têm por finalidade verificar o conhecimento dos gestores das pequenas e médias empresas sobre Governança Corporativa

5.1 Você possui algum conhecimento sobre Governança Corporativa?

☐ sim ☐ não

5.2 Na sua opinião, quais as dificuldades enfrentadas pelas pequenas e médias empresas quanto à implementação de mecanismos de Governança Corporativa?

5.3 Quais os impactos de uma boa Governança Corporativa para as pequenas e médias empresas?

6 PERFIL DO RESPONDENTE

6.1 Escolaridade:

- ☐ Ensino fundamental incompleto
- ☐ Ensino fundamental completo
- ☐ Ensino médio incompleto
- ☐ Ensino médio completo
- ☐ Superior Incompleto
- ☐ Superior Completo
- ☐ Pós graduação (especialização)
- ☐ Pós graduação (*strictu senso* – mestrado)
- ☐ Doutorado

6.2 Idade:

- ☐ 18 a 25 ☐ 26 a 30 ☐ 31 a 40
- ☐ 41 a 50 ☐ 51 a 60 ☐ acima de 60 anos

6.3 Sexo

- ☐ masculino
- ☐ feminino