

Análise da Rentabilidade Econômico-Financeira das Empresas de Menor Porte Brasileiras e Chilenas

Larissa Degenhart (Fundação Universidade Regional de Blumenau-FURB) lari_ipo@hotmail.com
Luiza Betânia Fasolin (Fundação Universidade Regional de Blumenau-FURB) luiza_fasolin@hotmail.com
Mara Vogt (Fundação Universidade Regional de Blumenau-FURB) maravogtcco@gmail.com
Tarcísio Pedro da Silva (Fundação Universidade Regional de Blumenau-FURB) tarcisio@furb.br
Nelson Hein (Fundação Universidade Regional de Blumenau-FURB) hein@furb.br

Resumo

O estudo busca analisar a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras e chilenas, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa. A população da pesquisa compreende as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo do Brasil e na Bolsa de Comércio de Santiago do Chile, sendo que a amostra contemplou as cinquenta empresas de menor porte de ambos os países. Os dados utilizados para a análise foram extraídos da base Thomson® e, o período de análise compreendeu os anos de 2009 a 2013. Optou-se pela utilização do Método *Topsis*, tendo em vista a criação de um *ranking*, para verificar a posição das empresas de menor porte do Brasil e do Chile, em relação às variáveis de Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Rentabilidade sobre os Ativos (ROA), Bruto (MB) e Operacional (MO) e Margem de Lucro Líquido (ML). Posteriormente utilizou-se este *ranking* para a classificação e utilização na análise discriminante, para identificar quais as variáveis que mais influenciariam na rentabilidade econômico-financeira das empresas analisadas. Os resultados deste estudo evidenciam que as variáveis que influenciam no aumento da rentabilidade, no Brasil, são o ROA e MB. Já, no Chile, são as variáveis MB, MO e ML, que ajudam na rentabilidade, visto que nos dois países apenas a variável MB representa o aumento na rentabilidade para as empresas de menor porte. Além disso, verificou-se que a variável ROE em ambos os países apresentou relação negativa, ou seja, diminui a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras e chilenas.

Palavras chave: Rentabilidade Econômico-Financeira, Empresas de menor porte, Brasil, Chile.

Profitability Analysis of Economic and Financial Firms Smaller Brazilian and Chilean

Abstract

The study assesses the economic and financial profitability of Brazilian and Chilean smaller sized businesses, conducted a descriptive, document and quantitative research approach. The research population comprises companies listed on the Stock Exchange of São Paulo in Brazil and Trade Santiago Stock Exchange of Chile, and the sample included the fifty smaller companies from both countries. The data used for the analysis were extracted from the Thomson® and the period of analysis included the years 2009 to 2013 was chosen *Topsis* use the method in order to create a ranking, to check the position of the companies smaller of Brazil and Chile, according to the variables of Return on Equity (ROE), Return on Assets (ROA), Gross (MB) and Operating (MO) and Net Profit Margin (ML). Later we used this ranking for classification and use the discriminant analysis to identify which

variables most influence on the financial profitability of the companies analyzed. The results of this study show that the variables that influence the increase in profitability in Brazil are the ROA and MB. Already, in Chile, are the MB, MO and ML variables which help in profitability, since in both countries the MB only variable is the increase in profitability for smaller companies. Furthermore, it was found that the ROE variable in both countries showed a negative relationship, ie, decreases the economic and financial profitability of smaller Brazilian and Chilean companies.

Key-words: Economic and Financial Performance, Smaller companies, Brazil, Chile.

1. Introdução

As finanças são consideradas o pilar do sistema de gestão empresarial (EHRHARDT; BRIGHAM, 2012) e no ambiente das finanças corporativas, as estruturas de capital das empresas determinam a sua sobrevivência (BIAGNI, 2003).

A partir das abordagens de Modigliani e Miller (1958) a estrutura de capital passou a ser foco de estudos, com o intuito de investigar quais os fatores que determinam a estrutura de capital das organizações (EID JR, 1996; MIGUEL; PINDADO, 2001; DEESOMSAK; PAUDAYAL; PESCIETTO, 2004; GAUD; JANI; HOESLI; BENDER, 2005; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; BASTOS; NAKAMURA, 2009).

Myers (1984) esclareceu duas formas da teoria da estrutura de capital, a Trade Off, que visa balancear os benefícios fiscais do endividamento e os custos de falência relacionados com a alavancagem e a Pecking Order postula sobre uma hierarquia de seleção de fontes de financiamento.

Com isso, as finanças corporativas abordam todas as decisões da organização que tenham implicações financeiras e não são aplicados somente para empresas de grande porte, mas nas menores também, pois indiferente do porte da empresa existe a necessidade de tomar decisões de como contrair investimentos e de que forma investi-los (DAMODARAN, 2004).

Ainda, a projeção da rentabilidade de uma empresa é um dos objetivos almejados quando efetuada a análise financeira, pois, se for realizada de forma adequada e coerente, os riscos de decisões inadequadas poderão ser minimizados (CARVALHO et al., 2010).

Frente ao exposto destaca-se a seguinte questão que norteia esta pesquisa: Qual a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras e chilenas? Com o intuito de responder a questão apresentada surge o objetivo deste estudo, de analisar a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras e chilenas.

A relevância do estudo baseia-se nos argumentos de Perobelli e Famá (2003) e Bastos e Nakamura (2009), pois o tema relacionado à estrutura de capital é um dos mais polêmicos e complexos da teoria de finanças corporativas. Além disso, optou-se por analisar Brasil e Chile por apresentarem aspectos comuns na realidade econômica, política e social, considerados países com uma das maiores economias da América Latina (BASTOS; NAKAMURA; BASSO, 2009).

Diversos estudos analisaram a rentabilidade na estrutura de capital das empresas, como o de Nakamura (1992), Famá e Kayo (1997), Perobelli e Famá (2002), Machado, Temoche e Machado (2004). Na pesquisa de Michaelas et al. (1998) analisaram a estrutura de capital em pequenas empresas britânicas mas, não encontrou-se evidências de pesquisas no Brasil com a utilização de empresas de menor porte, relacionando com o Chile, no que tange a rentabilidade destas empresas.

2. Referencial teórico

Na revisão de literatura são abordados sobre as finanças corporativas, com ênfase na Teoria do Pecking Order, destacando a rentabilidade econômico-financeira das empresas e apresentando a importância das empresas de menor porte.

2.1 Finanças Corporativas - Pecking Order

As finanças corporativas são consideradas o alicerce para a tomada de decisão das empresas. Além disso, abordam questões sobre as decisões de investimento no longo prazo, informações financeiras de mercado e previsões de venda (MODIGLIANI; ZEMAN, 1952).

Para Gitman e Madura (2003, p. 344), a estrutura de capital é uma composição da “dívida de longo prazo e capital próprio mantida pela empresa, é uma das áreas mais complexas da tomada de decisão financeira devido à sua inter-relação com outras variáveis consideradas na decisão financeira”.

Em relação às teorias que norteiam a estrutura de capital das empresas, destaca-se a teoria do Trade-Off e Pecking Order. A teoria Trade-Off é conhecida como a teoria do equilíbrio, em que a companhia deve buscar uma combinação ótima entre o capital próprio e de terceiros para conseguir maximizar os benefícios do endividamento e ao mesmo tempo minimizar seus custos, atingindo assim o equilíbrio financeiro (MYERS, 1984).

Já a teoria do Pecking Order parte do pressuposto que existe uma assimetria de informações entre os gestores e os investidores, podendo minimizar os custos de assimetria, levando as empresas a buscar uma hierarquia de fontes de financiamento para os investimentos, não havendo assim, uma estrutura ou meta de capital bem definida (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984).

Eid Jr. (1996) identificou em seu estudo a existência de 40% das empresas que seguem uma hierarquia de captação de recursos pré-determinada, validando a teoria Pecking Order. Bastos e Nakamura (2009) afirmam que não existe uma estrutura de capital bem definida, ou seja, um nível ótimo de endividamento para a empresa. Deste modo, a teoria Pecking Order, contrária a teoria Trade Off acredita que empresas com alta lucratividade preferem contrair menos dívidas, pois, o lucro gerado pela empresa é utilizado como fonte de financiamento. Contudo, companhias menos lucrativas acabam necessitando de capital de terceiros para financiar suas atividades (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

2.2 Rentabilidade Econômico-Financeira

Os indicadores financeiros são utilizados para tomar decisões na empresa (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2002). Para analisar o desempenho com o foco em rentabilidade, tem-se o indicador de Retorno sobre o Ativo (ROA) e o de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Conforme Assaf Neto e Lima (2011) o ROA é o custo financeiro máximo que uma organização poderia incorrer em suas captações de fundos e o ROE busca medir o retorno do investimento realizado por acionistas da organização (FERREIRA, 2005).

Loureiro, Gallon e Luca (2011) investigaram a divulgação das informações e os efeitos econômicos nas demonstrações contábeis das maiores empresas no Brasil. Os resultados obtidos evidenciam que houve uma variação positiva da rentabilidade, especialmente em relação ao indicador financeiro ROE.

Os indicadores de lucratividade, Margem de Lucro Bruto, a Margem de Lucro Operacional e a Margem de Lucro Líquido são outras variáveis para a análise de desempenho com foco em lucratividade (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2002; GITMAN; MADURA, 2003; FERREIRA, 2005; GITMAN, 2010; ASSAF NETO; LIMA, 2011).

Para Groppelli e Nikbakht (2002) a Margem de Lucro Bruto demonstra o grau de eficiência da administração na empresa. É ainda, quantificada com base no lucro bruto sobre as receitas de vendas líquidas. Na visão de Gitman (2010) a Margem de Lucro Operacional visa medir o percentual de cada unidade monetária de vendas depois de deduzidos os custos e despesas, não considerando os juros, imposto de renda e dividendos. Já a Margem de Lucro Líquido mede a porcentagem de vendas após a dedução dos custos e despesas, considerando os juros, impostos e dividendos.

No estudo de Herrera, Gómez e Morelos (2012) os autores buscaram avaliar o desempenho dos indicadores de liquidez e rentabilidade nas empresas do setor de carvão na Colômbia. Concluem que a Margem Operacional e Margem Líquida melhoraram em dois dos três anos analisados. Já o indicador de Margem Bruta melhorou nos três períodos, ou seja, influencia de forma significativa na rentabilidade das empresas analisadas em todos os anos.

Diversos estudos analisaram a rentabilidade na estrutura de capital das empresas, como o de Nakamura (1992), Famá e Kayo (1997), Famá e Perobeli (2001), Machado, Temoche e Machado (2004). Os resultados destas pesquisas apresentaram uma relação negativa entre endividamento e rentabilidade, confirmando a teoria Pecking Order.

Nakamura et al. (2007) investigaram os fatores determinantes da estrutura de capital de 91 companhias abertas brasileiras, no período de 1999 a 2003. Os resultados encontrados fornecem evidências de que a liquidez corrente, tamanho, rentabilidade, Market to book, risco e crescimento impactam significativamente na estrutura de capital das empresas, sendo bastante consistentes com as teorias de Pecking Order e Trade Off.

Terra (2007) investigou em que medida os fatores macroeconômicos são determinantes da estrutura de capital de uma amostra de empresas de sete países latino-americanos, Brasil, Argentina, México, Chile, Colômbia, Venezuela e Peru, no período de 1986 a 2000. Os achados evidenciaram que a rentabilidade e a tangibilidade afetam negativamente a estrutura de capital, enquanto que o crescimento afeta positivamente.

Bastos e Nakamura (2009) investigaram os fatores determinantes da estrutura de capital em 297 empresas pertencentes ao Brasil, México e Chile, no período de 2001 a 2006. Os resultados demonstram que os fatores liquidez corrente, rentabilidade, Market to book e tamanho apresentaram os resultados mais significantes para a estrutura de capital das empresas dos três países. A teoria do Pecking Order foi a teoria que melhor explica os resultados obtidos para o Brasil e México. Já para o Chile, além do Pecking Order, a teoria do Trade Off exerce forte influência sobre a estrutura de capital.

Companhias que possuem alta capacidade de gerar lucro preferem financiar seus investimentos por meio da retenção de lucros ao invés de optar por recursos de terceiros e com capitais dos acionistas, corroborando com a teoria do Pecking Order (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Dessa forma, a hierarquia da fonte de financiamento pode ser influenciada pelo porte da empresa.

2.3 Empresas de Menor Porte

As finanças corporativas correspondem a todas as decisões da empresa que tenham implicações financeiras, sendo que independente do porte da organização existe a necessidade de tomar decisões de como contrair investimentos e onde investi-los (DAMODARAN, 2004).

Alguns autores tem sugerido que o tamanho da organização está positivamente relacionado com a teoria Trade Off e, negativamente por meio da teoria Pecking Order, relacionada com a estrutura de capital das empresas (GAUD et al., 2005; NAKAMURA et al., 2007; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; BASTOS; NAKAMURA, 2009).

As empresas maiores são menos sujeitas as dificuldades financeiras e possuem custo de falência menor. Porém, a capacidade de endividamento das empresas de grande porte é maior do que as de menor tamanho (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). As companhias de grande porte possuem maior facilidade de obter recursos financeiros de longo prazo, pois apresentam um menor risco e probabilidade de falência, com custos mais baixos para este tipo de recurso, apoiando assim a teoria do Trade Off. As empresas de menor porte são mais proeminentes a recorrerem para dívidas de curto prazo, corroborando, em parte, com a teoria do Pecking Order, sendo que os recursos internos de empresas menores são insuficientes para financiar seu crescimento (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

Diante do exposto, o estudo de Michaelas et al. (1998) objetivou analisar a estrutura de capital de empresas de menor porte britânicas, concluindo que existem questões relativas à teoria de Pecking Order, salientando que os gestores possuem papel significativa na obtenção destes recursos, podendo estar relacionado à assimetria de informações.

3. Procedimentos Metodológicos

Diante do objetivo de analisar a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras e chilenas, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa. A população da pesquisa compreende as empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) e as empresas chilenas listadas na Bolsa de Comércio de Santiago, sendo que a amostra compreendeu àquelas que apresentavam todas as variáveis utilizadas no estudo, em cada ano analisado e a seleção das empresas ocorreu a partir do ativo total. Diante disso, foram analisadas as cinquenta empresas de menor porte do Brasil e as cinquenta empresas de menor porte do Chile.

Os dados utilizados para a análise foram retirados das demonstrações financeiras disponibilizadas no banco de dados Thomson®. O período de análise compreendeu os anos de 2009 a 2013. Para explicar a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras e chilenas utilizou-se as variáveis apresentadas no Quadro 1.

Sigla	Variável	Definição	Autores
ROE	Retorno sobre Patrimônio Líquido	<u>Lucro Líquido</u> Patrimônio Líquido	Iudícibus (1998); Matarazzo (2003); Silva (2008); Assaf Neto e Lima (2011); Gitman e Madura (2003); Loureiro, Gallon e Luca (2011).
ROA	Retorno sobre Ativo	<u>Lucro Líquido</u> Ativo Total	Silva (2008); Assaf Neto e Lima (2011); Gitman e Madura (2003).
ML	Margem de Lucro Líquido	<u>Lucro Líquido</u> Receita Op. Líquida	Matarazzo (2003); Silva (2008); Gropelli e Nikbakht (2002); Herrera, Gómez e Morelos (2012).
MB	Margem de Lucro Bruto	<u>Lucro Bruto</u> Receita Op. Líquida	Gropelli e Nikbakht (2002); Herrera, Gómez e Morelos (2012).
MO	Margem de Lucro Operacional	<u>Lucro Operacional</u> Vendas Líquidas	Gropelli e Nikbakht (2002); Herrera, Gómez e Morelos (2012).

Fonte: Dados da pesquisa.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Quanto aos procedimentos de análise dos dados, para verificar a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras e chilenas, foram desenvolvidas análises com o intuito de comparar estes países. Para tanto, aplicou-se o Método Topsis e Análise

Discriminante. Optou-se pela utilização do Método Topsis, tendo em vista a criação de um ranking, para verificar a posição das empresas de menor porte em relação as variáveis utilizadas no estudo. Utilizou-se as 50 empresas de menor porte tanto do Brasil quanto do Chile para a classificação no ranking e posterior análise discriminante, devido ao fato de permitir classificar em alto, médio e baixo as empresas da amostra.

Por meio desta análise foi possível identificar quais as variáveis que mais influenciam na rentabilidade econômico-financeira das empresas analisadas, ou seja, qual variável apresenta-se com maior poder de discriminação entre os grupos. Por meio desse método, as variáveis devem ser classificadas em preditas e preditoras, sendo que as preditas dizem respeito à classificação das empresas em alto, médio e baixo. Já as preditoras são os indicadores econômico-financeiros utilizados no estudo.

De acordo com Hair et al. (2009) a Análise Discriminante é uma técnica estatística apropriada para testar a hipótese de que as médias do grupo, em relação a um determinado conjunto de variáveis independentes para dois ou mais grupos, conforme a análise efetuada, são iguais. Destaca-se que a análise discriminante foi realizada por meio do software estatístico StatGraphics®.

4. Análise dos Dados

Na Tabela 1 e 2 apresenta-se a análise discriminante das variáveis preditoras analisadas, sendo estas o Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre os Ativos (ROA), Margem de Lucro Líquido (ML), Margem de Lucro Bruto (MB) e Margem de Lucro Operacional (MO) para verificar quais destas influenciam na rentabilidade econômico-financeira das menores empresas brasileiras e chilenas. Dessa forma, os resultados da análise discriminante das empresas de menor porte brasileiras são apresentados a partir da Tabela 1.

Ano	ROE	ROA	ML	MB	MO	ACERTO%
2009	0,4713	0,4506	-0,1046	0,8498	-0,0228	74%
2010	0,6103	0,4829	0,6541	0,7323	-0,8775	84%
2011	-0,1044	0,8005	0,1050	0,8330	-0,0310	82%
2012	-0,0150	0,6981	0,2718	0,7366	0,4783	88%
2013	0,1021	0,6842	1,0633	0,8059	-0,4744	82%

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 1 – Análise Discriminante das empresas de menor porte brasileiras

De acordo com a Tabela 1, pode-se visualizar que a classificação das empresas em alto, médio e baixo, conforme o ranking geral encontrado por meio do método Topsis e, obtém-se no ano de 2012 o maior percentual de acertos quanto à classificação, visto que neste ano, a partir da análise discriminante, constatou-se 88% de acertos, seguido do ano 2010 com 84% e nos demais anos com 82% em 2011 e 2013 e, 74% no ano de 2009. Dessa forma, percebe-se que no geral, nos anos analisados as empresas foram classificadas de maneira adequada no ranking de rentabilidade econômico-financeira.

No que se refere ao Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), verifica-se que esta variável apresenta-se positiva nos anos de 2009, 2010 e 2013, porém, por ter um valor negativo em 2011 e 2012 percebe-se que nestes dois anos esta variável não influenciou na rentabilidade econômico-financeira. Além disso, a Margem de Lucro Líquido (ML) apresentou-se negativamente relacionada com a rentabilidade no ano de 2009, diferente dos demais anos que apresentou valores positivos, ou seja, nestes quatro anos esteve positivamente relacionada.

Ressalta-se que no ano de 2013 esta variável apresentou a maior participação na rentabilidade se comparado com os demais anos analisados, pois evidencia um valor de 1,0633. A Margem de Lucro Operacional (MO) apenas no ano de 2012 influenciou positivamente na rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras e nos demais anos a influência em relação a rentabilidade foi negativa.

Dessa forma, percebe-se que as variáveis ROE, ML e MO não podem ser consideradas variáveis que auxiliam diretamente no aumento da rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras no período analisado, visto que em algum dos anos as três variáveis apresentam influências tanto negativas quanto positivas. Ressalta-se que, dentre o conjunto de variáveis analisadas, a variável Margem de Lucro Operacional é a que menos apresentou influência com a rentabilidade.

No que tange as variáveis Retorno sobre os Ativos (ROA) e Margem de Lucro Bruto (MB) observa-se que estas, em todos os anos analisados, apresentaram-se positivamente relacionadas com a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte brasileiras, ou seja, estes indicadores ajudam a aumentar a rentabilidade destas empresas analisadas. Na Tabela 2 apresentam-se os resultados da análise discriminante das empresas de menor porte chilenas.

Ano	ROE	ROA	ML	MB	MO	ACERTO%
2009	-0,0715	0,0333	0,3440	0,7709	0,3263	84%
2010	0,2420	-0,1378	0,7927	0,7502	0,2853	84%
2011	1,0992	-0,6984	0,5968	0,6320	0,9351	82%
2012	0,6277	-0,7732	0,6848	0,4558	0,3937	72%
2013	0,1173	0,4111	0,0968	0,6424	0,2165	80%

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 2 – Análise Discriminante das empresas de menor porte chilenas

Os resultados expostos na Tabela 2, apontam que o nível de acertos quanto à classificação das empresas em alto, médio e baixo, efetuada por meio do ranking, no ano de 2009 e 2010 apresentou um maior percentual de acertos quanto à classificação, ou seja, 84%. Já no ano de 2012 evidenciou o menor percentual de acertos, sendo este de 72%. Este resultado indica que a classificação das empresas no ranking, efetuada por meio do método Topsis, foi realizada de forma adequada, visto que os percentuais encontrados foram elevados em todos os anos analisados.

Evidencia-se que a variável ROE apenas no ano de 2009 apresentou-se negativamente relacionada com a rentabilidade econômico-financeira das empresas analisadas, diferente dos demais anos, pois ocorreu uma relação positiva, sendo que no ano de 2011 houve uma influência positiva maior com a rentabilidade, quando comparado aos anos de 2010, 2012 e 2013. Já em relação a variável ROA, esta apresentou-se positivamente relacionada com a rentabilidade econômico-financeira apenas nos anos de 2009 e 2013, sendo que no ano de 2013 a influência na rentabilidade foi maior, pois apresentou um valor de 0,4111. Contudo, nos demais anos, nota-se que esta variável foi negativamente relacionada com a rentabilidade.

Este resultado indica que as variáveis ROE e ROA para empresas chilenas de menor porte analisadas não influenciam na rentabilidade econômico-financeira, visto que apresentaram em algum dos anos analisados valores negativos. Nota-se que a variável ROA é aquela que apresenta a menor influência em relação à rentabilidade.

Quanto às demais variáveis, a Margem de Lucro Líquido, Margem de Lucro Bruto e Margem de Lucro Operacional, observa-se que estes indicadores apresentaram-se relacionados de forma positiva com a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte chilenas, ou seja, influenciam na rentabilidade. A ML apresentou maior influência no ano de 2010, no valor de 0,7927. Já a MB teve maior influência com a rentabilidade no ano de 2009 com 0,7709 e, por último, a MO apresentou a maior influência de 0,9351 no ano de 2011. Para tanto, as variáveis que auxiliam no aumento da rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte chilenas são a ML, MB e MO.

5. Resultados obtidos das empresas de menor porte brasileiras e chilenas

Para a melhor compreensão dos resultados, esta seção apresenta uma comparação dos resultados obtidos das 50 empresas de menor porte brasileiras e 50 empresas de menor porte chilenas, quanto à análise da rentabilidade econômico-financeira. A projeção da rentabilidade das empresas é efetuada por meio de uma análise financeira que deve ser realizada de forma correta, para minimizar os riscos destas quanto as suas decisões (CARVALHO et al., 2010).

A partir do nível de acertos quanto à classificação das empresas brasileiras e chilenas em alto, médio e baixo no ranking, percebe-se que esta foi efetuada de forma adequada. Em relação às variáveis que estatisticamente apresentaram-se positivas, influenciando assim, na rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte do Brasil e Chile, percebe-se que no Brasil a Rentabilidade sobre os Ativos (ROA) e a Margem de Lucro Bruto (MB) foram as que influenciam na rentabilidade. Diferente do resultado obtido no Chile, pois neste país, as variáveis que influenciam na rentabilidade econômico-financeira são a Margem de Lucro Líquido (ML), Margem de Lucro Bruto (MB) e Margem de Lucro Operacional (MO). Nota-se dessa forma, que em ambos os países, a única variável que influencia no aumento da rentabilidade das empresas de menor porte é a Margem Bruta.

Diante disso, destaca-se que a Margem de Lucro Bruto apresenta a eficiência da gestão das empresas (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2002), ou seja, em ambos os países as empresas podem ser consideradas eficientes, visto que nos dois países analisados, este indicador econômico-financeiro apresentou-se positivamente relacionado com a rentabilidade.

Dentre as variáveis que apresentam relação negativa nos dois países tem-se que no Brasil, as variáveis Rentabilidade sobre Patrimônio Líquido (ROE), Margem Líquida (ML) e Margem Operacional (MO) influenciam de forma negativa na rentabilidade. Já no Chile, obteve-se um resultado diferente, visto que as variáveis Rentabilidade sobre Patrimônio Líquido (ROE) e Rentabilidade sobre o Ativo (ROA) foram aquelas que apresentaram-se negativamente relacionadas com a rentabilidade das empresas analisadas. Diante disso, percebe-se que apenas a variável ROE em ambos os países apresentou influência negativa na rentabilidade, ou seja, esse indicador diminui a rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte analisadas.

Percebe-se que o indicador financeiro ROE para as empresas analisadas não foi significativo, ao contrário dos achados de Loureiro, Gallon e Luca (2011) para as empresas de maior porte brasileiras. Nakamura (1992), Famá e Kayo (1997), Famá e Perobeli (2001), Machado, Temoche e Machado (2004) e Terra (2007) analisaram a rentabilidade na estrutura de capital das empresas e também evidenciaram uma relação negativa com a rentabilidade, confirmando assim, a abordagem da teoria Pecking Order.

Já o estudo de Nakamura et al. (2007) e Bastos e Nakamura (2009) evidenciaram que a rentabilidade apresenta-se consistente com as teorias de Pecking Order e Trade Off. Bastos e Nakamura (2009) verificaram ainda que a teoria do Pecking Order foi a que melhor explica os resultados obtidos para o Brasil. Já para o Chile, além da teoria do Pecking Order, a teoria do

Trade Off exerce forte influência sobre a estrutura de capital. Brito, Corrar e Batistella (2007) afirmam que a teoria do Pecking Order pode ser influenciada pelo porte da empresa.

Diante desse contexto, tem-se como resultado geral dos dois países analisados nos cinco anos, que no Brasil o aumento da rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte pode ser explicada por meio das variáveis ROA e MB. Já no Chile são as variáveis ML, MB e MO que ajudam na rentabilidade. Este resultado corrobora com os achados de Herrera, Gómez e Morelos (2012), no qual verificaram a partir da realização de uma análise discriminante que o único indicador que se destacou em todos os anos foi a MB, influenciando de forma significativa na rentabilidade das empresas analisadas.

6. Considerações Finais

Este estudo teve como objetivo, analisar a rentabilidade econômico-financeira das menores empresas brasileiras e chilenas. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e quantitativa por meio do método Topsis para a classificação no ranking das 50 empresas de menor porte brasileiras e as 50 empresas de menor porte chilenas analisadas no período de cinco anos. Além disso, realizou-se uma análise discriminante com o intuito de verificar quais são os indicadores econômico-financeiros que influenciam para o aumento da rentabilidade das empresas analisadas.

Quanto aos indicadores econômico-financeiros analisados no estudo que apresentaram influência negativa nos dois países tem-se a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, ou seja, esta variável diminui a rentabilidade das empresas de menor porte analisadas. Este resultado diferencia-se do encontrado por Loureiro, Gallon e Luca (2011), pois verificaram que houve uma variação positiva do ROE.

Por fim, conclui-se que no Brasil as variáveis que explicam o aumento da rentabilidade econômico-financeira das empresas de menor porte nos cinco anos analisados, são a Rentabilidade sobre o Ativo e a Margem Bruta. No Chile, as variáveis que aumentam a rentabilidade são a Margem Líquida, Margem Bruta e Margem Operacional, visto que foram estatisticamente positivas. Sendo assim, ressalta-se que a única variável que auxilia no aumento da rentabilidade econômico-financeira em ambos os países foi a Margem Bruta.

Este resultado vai ao encontro dos achados por Herrera, Gómez e Morelos (2012), devido ao fato de terem evidenciado que a Margem de Lucro Bruto é a variável que mais influenciou, de forma positiva na rentabilidade das empresas.

Este estudo contribui para a literatura, pois apresenta conclusões acerca de empresas de menor porte de dois países que estão listados na Bolsa de Valores de São Paulo BM&FBovespa e Bolsa de Valores de Santiago, visto que na literatura não encontrou-se estudos que analisam estas empresas e os países Brasil e Chile.

As limitações da presente pesquisa consistem na impossibilidade da generalização dos resultados, visto que foram apenas analisadas as empresas de menor porte brasileiras e chilenas no período de 2009 a 2013. Recomenda-se para pesquisas futuras a inclusão de outros indicadores econômico-financeiros para verificar a rentabilidade das empresas, alteração da amostra, análise de setores específicos, outros países, regiões, ou até mesmo, as maiores empresas de cada país, a fim de comparar os resultados evidenciados neste estudo.

Referências

- ASSAF, NETO; LIMA, A. F. G. *Curso de Administração Financeira*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. *Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006*. Revista Contabilidade & Finanças, Vol. 20, n. 50, p.75-94, 2009.

_____; _____. **BASSO, L. F. C.** *Determinants of capital structure of publicly-traded companies in Latin America: an empirical study considering macroeconomic and institutional factors.* Revista de Administração Mackenzie, Vol. 10, n. 6, p.47-77, 2009.

BIAGNI, F. L. *Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas de capital aberto no Brasil: uma análise em painel.* 2003. 140 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2003.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. *Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil.* Revista Contabilidade & Finanças – USP, n. 43, p.9-19, 2007.

CARVALHO, F. L.; ALBUQUERQUE, A. A.; GONÇALVES, R. P.; SILVA, M. A.; RIBEIRO, E. M. S. *Identificação de indicadores contábeis relevantes para previsão e projeção de rentabilidade.* Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, Vol. 4, n. 3, p.94-110, 2010.

DAMODARAN, A. *Finanças corporativas: teoria e prática.* 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

EHRHARDT, M. C.; BRIGHAM, E. F. *Administração Financeira: Teoria e Prática.* São Paulo: Cengage Learning, 2012.

EID JUNIOR, W. *Teoria da estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileira.* Revista de Administração de Empresas - RAE, São Paulo, Vol. 36, n. 4, p.51-59, 1996.

FAMÁ, R.; KAYO, E. K. *Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento.* Caderno de Pesquisa em Administração, São Paulo, Vol. 2, n. 52, p.1-8, 1997.

FERREIRA, J. A. S. *Finanças corporativas: conceitos e aplicações.* São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

GAUD, P.; JANI, E.; HOESLI, M.; BENDER, A. *The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data.* European Financial Management, Vol. 11, n. 1, p.51-69, 2005.

GITMAN, L. J. *Princípios de Administração Financeira.* 12. ed. São Paulo: Pearson Practice Hall, 2010.

GITMAN, L. J.; MADURA, J. *Administração Financeira: Uma abordagem gerencial.* São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2003.

GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, E. *Administração financeira.* 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

HAIR, Jr., J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. *Análise multivariada de dados.* 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HERRERA, T. F.; GÓMEZ, J. M.; GRANADILLO, E. de L. H. *Aplicación de análisis discriminante para evaluar el comportamiento de los indicadores financieros en las empresas del sector carbón en colombia.* Revista Entramado, Vol. 8, n. 2, p.64-73, 2012.

IUDÍCIBUS, S. *Contabilidade Gerencial.* São Paulo: Atlas, 1998.

LOUREIRO, D. Q.; GALLON, A. V.; LUCA, M. M. M. de. *Subvenções e assistências governamentais (SAG): Evidenciação e rentabilidade das maiores empresas brasileiras.* Revista de Contabilidade e Organizações, Vol. 5, n. 13, p.34-54, 2011.

MACHADO, M. A. V.; TEMOCHE, C. A. R.; MACHADO, M. R. *Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas industriais da cidade de João Pessoa/PB.* In: ENANPAD, v. 28, Curitiba. Anais... Curitiba: ANPAD, 2004.

MATARAZZO, D. C. *Análise financeira de balanços.* 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F.; POUTZIOURIS, P. *A model of capital structure decisionmaking in small firms.* Journal of Small Bussines and Enterprises Development, Vol. 5, n. 3, p.246-260, 1998.

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

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.* American Economic Review, Vol. 53, p.433-443, 1963.

MODIGLIANI, F.; ZEMAN, M. *The Effect of the Availability of Funds, and the Terms thereof, on Business Investment.* In: Conference on Research in Business Finance. NBER, p.263-316, 1952.

MYERS, S. C. *The capital structure puzzle.* Journal of Finance, Vol. 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, Vol. 13, n. 2, p.187-221, 1984.

NAKAMURA, W. T. *Estrutura de capital das empresas no Brasil: evidências empíricas.* 1992. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia. Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1992.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; FILHO, A. F. de C.; COSTA, A. C. F. da; AMARAL, A. C. do. *Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003.* Revista Contabilidade & Finanças, Vol. 18, n. 44, p.72-85, 2007.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. *Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas.* Revista de Administração Contemporânea, Vol. 7, n. 1, p.9-35, 2003.

SILVA, J. P. *Análise financeira das empresas.* 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

TERRA, P. R. S. *Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina.* Revista de Administração, Vol. 42, n. 2, p.192-204, 2007.