

CUSTO E ESTRUTURA DE CAPITAL: O COMPORTAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

William Eld Junior

Professor do Departamento de Contabilidade,
Finanças e Controle da EAESP/FGV.
E-mail: weid@eaesp.fgvsp.br

RESUMO: O trabalho teve como objetivo pesquisar o comportamento das empresas instaladas no Brasil no tocante a custo e estrutura de capital. Dentro desse objetivo, buscou-se identificar quais os instrumentos teóricos que melhor descrevem esse comportamento, mostrando as possíveis conexões entre o que é ensinado nas escolas e a prática empresarial. Dentre diversos resultados interessantes, um que se destaca refere-se à idéia de oportunismo na captação de recursos pelas empresas, tópico ainda não desenvolvido na teoria financeira.

ABSTRACT: *In this work, the main objective was to research the behaviour of the Brazilian companies in the field of cost and capital structure. A search of the theories that best describe this behaviour has been done, trying to show the relationship between the management's practice and what we teach in the schools. The main result is that a great part of the Brazilian enterprises seek for opportunities when looking for capital structure, a theory not developed in textbooks.*

PALAVRAS-CHAVE: estrutura de capital, custo de capital, assimetria de informações, oportunismo.

KEY WORDS: *capital structure, cost of capital, asymmetric information, opportunism.*

Provavelmente, o campo que gera mais controvérsia dentro da administração financeira é o estudo de custo e estrutura de capital.

A discussão sobre esse tópico até recentemente era absolutamente teórica, tendo de um lado os apóstolos da teoria conhecida como de MM (Modigliani e Miller) que advoga a irrelevância da decisão sobre estrutura de capital dentro de um mercado perfeito e, de outro, os que pregam a existência de imperfeições de mercado de tal ordem que inviabilizariam a aplicação prática da teoria de MM, levando então à idéia da existência de um nível ótimo de endividamento que maximizaria o valor de mercado da empresa. A evidência empírica apresentada por diversos estudos¹ indicou que mudanças na estrutura de capital das empresas podem afetar o seu valor de mercado, dando suporte aos defensores da hipótese de mercados imperfeitos.

A partir desses resultados, dois tipos básicos de modelo tentam descrever o comportamento das empresas frente ao problema de estrutura de capital. O primeiro grupo é o dos chamados Modelos de Relação Estática, que afirmam que a empresa mantém uma meta de nível de endividamento que maximiza o seu valor ao minimizar o custo das imperfeições de mercado. O segundo grupo, que se baseia na Teoria da Assimetria de Informações, afirma que as empresas estão subavaliadas pelo mercado posto que os seus administradores têm informações que o mercado não possui sobre novos projetos e possíveis ganhos. Esta teoria é suportada por testes empíricos que mostram que a emissão de novas ações pelas empresas é vista como uma má notícia pelo mercado.² Então os gestores das empresas sempre evitarão emitir ações subavaliadas, preferindo outras fontes de recursos. Essa teoria é conhecida como a Hipótese da Ordem de Captação (*Pecking Order Hypothesis*).

A pergunta que surge naturalmente após a análise das duas teorias expostas é: como as empresas atuam no que tange à estrutura de capital? No exterior, alguns poucos estudos concluíram que a Hipótese da Ordem de Captação (*Pecking Order Hypothesis*) explica melhor o comportamento dos administradores. E no Brasil? Alguns teóricos advogam a idéia do oportunismo na captação de recursos, isto é, as empresas captam recursos na medida em que

surtem boas oportunidades, sem se preocuparem seja com hierarquia de preferências, seja com uma estrutura meta. Outros estudiosos do assunto defendem uma ou outra das duas teorias já apresentadas.

Porém nunca foi feito um estudo sistemático sobre o assunto com empresas instaladas no Brasil. Essa ausência de informações sobre o comportamento das empresas leva a um distanciamento muito grande entre teoria e prática, quer no âmbito do ensino quer no de assessoria. O objetivo do estudo foi o de fazer uma radiografia detalhada do comportamento das empresas no que se refere à decisão de estrutura de capital, buscando, inicialmente, identificar a superioridade em termos de aplicação prática de uma das três teorias básicas apresentadas, a saber:

- a) Modelos de Relação Estática
- b) Hipótese da Ordem de Captação
- c) Oportunismo

Outro aspecto a ser destacado na pesquisa refere-se à taxa de custo de capital utilizada pelas empresas na aceitação dos projetos de longo prazo. No Brasil, por falta de pesquisas, não sabemos qual é a taxa de custo de capital utilizada pelas empresas nem a metodologia empregada para sua obtenção. Portanto, não podemos fazer nenhuma inferência acerca dos procedimentos utilizados nesses processos. Ainda dentro desse tópico, a importância relativa de diversos fatores, como impostos, risco de falência e modificações no controle acionário e nas decisões financeiras foi analisada.

Finalmente, o tópico Análise de Investimentos também mereceu atenção nesse estudo. Como é que as empresas avaliam o potencial dos possíveis investimentos, notadamente em ativo imobilizado? E o risco desses projetos é levado em conta ou ignorado? Técnicas³ como Valor Presente Líquido (VPL), Taxa Interna de Retorno (TIR), *Pay-Back* (PB), Teoria de Opções (TO), Simulação e outras foram confrontadas objetivando analisar qual o nível de familiaridade e utilização dentro das empresas no Brasil.

METODOLOGIA E DADOS

O estudo teve como base um questionário enviado a cada uma das empresas selecionadas para o estudo. Este foi com-

1. Para uma revisão desses estudos, ver MASULIS, R. W. - *The Debt/Equity Choice*. Cambridge, ma.: Ballinger Pub. Co., 1988, cap. 2.

2. MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. July 1984, n. 39, p. 575-92; MYERS, S. C. Still Searching for Optimal Capital Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*. n.6, p. 4-14, Spring 1993.

3. Uma descrição dessas técnicas pode ser encontrada em: LEVY, H. & SARNAT, M. *Capital Investments and Financial Decisions*. New York: Prentice Hall, 1994. O uso de teoria de opções em análise de investimento é descrito em: DIXIT, A. K. & PINKYCK, R. S. *Investments under Uncertainty*. New Jersey: Princeton University Press, 1993.

tidade de respostas: autopeças, eletroeletrônica e construção, somando algo próximo de 30% dos questionários recebidos. As sociedades anônimas são responsáveis por 59% das respostas, contra 35% das limitadas e 6% de associações, fundações e outras. A participação das empresas estatais e mistas no volume total de respostas foi insignificante, apenas 2,5% contra 97,5% de empresas privadas. Quanto ao tamanho, a grande maioria (90%) tem faturamento anual entre R\$ 1 milhão e R\$ 500 milhões, caracterizando a ausência das chamadas microempresas entre os respondentes. Podemos, ainda, caracterizar a maioria dos respondentes como grandes empresas, visto que 75% deles têm faturamento anual entre R\$ 20 milhões e R\$ 500 milhões. O mesmo ocorre em relação ao patrimônio líquido, em que existe uma distribuição de valores muito similar à do faturamento.

Outro dado bastante interessante quanto à caracterização dos respondentes diz respeito à escolaridade dos diretores das empresas pesquisadas. Apenas 4,9% dos respondentes indicaram níveis inferiores ao 3º grau completo. A quase totalidade, 95,1%, indica 3º grau completo ou pós-graduação como resposta ao quesito.

Finalmente, 28,6% dos respondentes são empresas dirigidas pelas famílias controladoras contra 72,7% cuja direção está nas mãos de profissionais não ligados por laços de parentesco a essas famílias.

Algumas conclusões podem ser extraídas dos valores apresentados acima. Em primeiro lugar, é sabido que a grande maioria das empresas brasileiras é administrada por membros das famílias controladoras e, no entanto, a grande maioria das empresas respondentes é administrada por profissionais. Em segundo lugar, a grande maioria das empresas respondentes é de grande porte, com faturamento anual superior a R\$ 20 milhões. Em terceiro lugar, o banco de dados inicial era composto por 50% de empresas sociedades anônimas e 50% de limitadas e outras. Aproximadamente 60% das respostas vieram de companhias sociedades anônimas. Em quarto lugar, apenas empresas nas quais a diretoria tem escolaridade de nível superior responderam ao questionário. A conclusão básica dessa análise é que as respostas vieram das empresas mais preparadas em termos do conhecimento e uso de técnicas ministradas nas escolas. Então, fica ainda uma

grande lacuna a ser estudada que se refere às práticas financeiras das empresas não constantes da amostra de respostas obtidas com essa pesquisa. Essas empresas podem ser caracterizadas como pequenas, cujos dirigentes não têm preparo acadêmico.

ANÁLISE DAS RESPOSTAS GERAIS

Formação da estrutura de capital

A idéia de uma relação estática, como proposta na maioria dos livros-texto de finanças, é ignorada pela grande maioria das empresas. Isto é, a hipótese de manutenção de uma relação fixa entre os montantes de capitais próprios e de terceiros pela empresa, tendo em vista uma minimização do custo médio de capital, não é considerada por quase 90% das empresas respondentes.

As duas outras hipóteses aventadas, a do aproveitamento de oportunidades de mercado e a manutenção de uma hierarquia de captação predeterminada é que são destaque entre os respondentes, com 47% e 40% respectivamente.

A hipótese mais apontada, o aproveitamento de oportunidades de mercado, significa que as empresas buscam as fontes de recursos economicamente mais vantajosas no momento. A aceitação dessa hipótese pode ter outras implicações sobre a teoria financeira. Deve-se, por exemplo, inquirir se existe uma separação entre as decisões de investimento e de financiamento nas empresas, como proposto pela teoria tradicional.

A outra hipótese bastante indicada como utilizada pelas empresas pode ser classificada dentro da chamada teoria de assimetria de informações, originalmente desenvolvida por Myers e Majluf⁵ e que propõe que as decisões de estrutura de capital são tomadas tendo em vista o desequilíbrio entre as informações possuídas pela empresa e pelos investidores. Dentro dessa teoria, as empresas utilizam uma hierarquia predeterminada na captação de novos recursos, começando pela utilização de seus lucros retidos, passando pela emissão de débito e, apenas como última alternativa, emitindo ações. A emissão de ações, apenas em último caso, baseia-se na idéia de que os gestores da empresa têm informações não possuídas pelo mercado sobre o futuro desempenho da empresa e, se estas informações indicarem um desempenho

5. Myers, S. C. & Majluf, N. S. - Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. In: *Journal of Financial Economics*, n. 13, p. 187-221, 1984.

superior ao esperado pelo mercado, as ações da empresa estarão sempre subavaliadas; não existindo, portanto, motivação para emissão de novas ações.

Computando-se a amostra sem estratificação, observamos que, ao contrário do que seria esperado em um país com taxas de juros elevadas, como é o caso do Brasil, as empresas apontaram os empréstimos bancários como a primeira fonte a ser obtida no caso de aprovação de um novo projeto. Mas, ao contrário do que propõem Myers e Majluf, a segunda fonte de recursos são as ações ordinárias, aparecendo como última alternativa os lucros retidos. Pode-se fazer algumas suposições para esse comportamento: a primeira referente a um possível viés em relação à teoria de assimetria de informações dada a existência de fundos de alguma forma subsidiados, como FINAME e outros, e a segunda referindo-se à possibilidade de pouca utilização de lucros retidos posto que durante os últimos anos a lucratividade das empresas brasileiras como um todo não foi alta, dada a crise econômica pela qual passou o país.

De qualquer forma, as respostas são claras no sentido de não utilização da teoria tradicional de finanças que propõe uma relação estática entre fundos próprios e de terceiros, sendo que a hipótese relacionada ao oportunismo na captação de recursos parece ser a que melhor explica a estrutura de capital das empresas, seguida de uma hierarquia predeterminada de preferências.

O custo de capital

As respostas referentes ao custo de capital real anual das empresas no Brasil indicaram que a maioria das empresas que utilizam sistemas de análise de investimento como o Valor Presente Líquido (VPL) e a Taxa Interna de Retorno (TIR) estima esse custo em uma faixa entre 13% e 15% reais ao ano, com uma forma de distribuição normal em torno desses valores à exceção de 8% das empresas que responderam estimar seu custo de capital em uma faixa acima de 28% ao ano. Ainda é interessante ressaltar que quase 50% das empresas responderam que seu custo de capital real anual encontra-se entre 9% e 19%.

As respostas das empresas que utilizam o método conhecido como *Pay-Back* (PB) para análise de projetos indicaram que a maioria delas (54%) aceita projetos com no máximo cinco anos de PB, sendo que 26% acei-

tam projetos com no máximo três anos de PB.

Nas questões referentes à determinação do custo de capital por parte das empresas, vemos que 51% delas seguem o que é preconizado pela teoria tradicional de finanças: a mensuração de um custo médio ponderado de capital por meio da apuração dos valores de mercado das suas várias fontes de capital. Outros 14% determinam esse custo com base em valores contábeis. 9% das empresas respondentes não calculam o custo de capital, e os restantes 25% usam apenas a fonte disponível no momento como base para o cálculo do custo de capital, não separando, então, a decisão de financiamento e investimento como preconizado pela teoria financeira.

A determinação do custo de capital próprio, abordada em outra questão, indica que as empresas dividem-se em dois grupos: o primeiro, composto por 45% delas, utiliza o retorno exigido pelos investidores como custo do capital próprio enquanto outros 38% utilizam o índice preço lucro. É interessante inicialmente ressaltar que podemos imaginar esse preço não apenas como o preço de ações no mercado, já que, do total das empresas respondentes, apenas 12% são de capital aberto, mas também como o valor estimado das ações de companhias de capital fechado ou quotas de limitadas. A utilização dos dividendos históricos na determinação do custo de capital próprio é feita por 8% das empresas enquanto 9% utilizam os dividendos atuais, o que caracteriza algo próximo ao modelo conhecido como modelo de Gordon.⁶

O investimento de Capital e as decisões financeiras

O primeiro tópico abordado refere-se às técnicas mais utilizadas pelas empresas para avaliação de novos projetos de investimento. As três técnicas mais conhecidas foram apresentadas: Valor Presente Líquido (VPL), Taxa Interna de Retorno (TIR) e período de *Pay-Back* (PB). O seguinte quadro ilustra o resultado dessa questão:

Quadro I

Técnica	VPL	TIR	PB	VPL+TIR	VPL+PB	TIR+PB	TODAS
Empresa	22%	23%	25%	6%	3%	13%	10%

6. Uma descrição desse modelo, também conhecido como modelo de Avaliação de Crescimento Constante, pode ser encontrada em MANDELL, L. & O'BRIEN, T. J. *Investments*. Cambridge, MA: Macmillan Pb. Co., p. 349-351.

Este quadro apresenta também as respostas múltiplas dadas a essa questão, isto é, empresas que utilizam mais de uma técnica.

Pode-se notar que as técnicas mais utilizadas pelas empresas são a TIR e o PB. Globalmente 52% das empresas fazem uso da TIR em algum momento, contra 51% que utilizam o PB e 41% que se utilizam do VPL. É de se ressaltar grande número de empresas utilizam-se do PB como método de análise de investimento, individualmente é o método mais utilizado, apesar das restrições a ele feitas pela teoria financeira. Por outro lado, a metodologia mais recomendada em termos acadêmicos, o VPL, é a menos utilizada.

Dentro ainda desse aspecto, as respostas referentes à inserção do risco na análise de projetos indicaram a seguinte distribuição:

Quadro 2

AJUSTE	SEM AJUSTE	TAXA	FLUXO	TAXA+FLUXO	OUTRA
Respostas	10%	15%	31%	34%	6%

Inicialmente, é interessante ressaltar que 90% das empresas demonstram interesse em diferenciar os projetos pelo seu nível de risco. O ajuste individual mais comum é feito pelo fluxo, com 31% das respostas, seguindo os ditames da teoria financeira. No entanto 34% das empresas contam o risco em duplicidade ao ajustar tanto o fluxo de caixa como a taxa de desconto. Deve-se ressaltar, entretanto, que pode, como em toda resposta, ter havido alguma falta de compreensão por parte dos respondentes. Mas esta é apenas uma hipótese, não confirmada por outra série de respostas referentes às técnicas financeiras nas quais a maioria das empresas indicou ter conhecimento e estar utilizando técnicas relativamente sofisticadas de tratamento do risco como simulação.

Ampliando a análise, serão estudadas as respostas dadas a uma questão que se refere à importância atribuída a diversos fatores nas decisões financeiras. De uma série de nove fatores, o que foi considerado mais importante pelas empresas nas suas decisões financeiras foi o fluxo de caixa projetado, seguido do risco do projeto em análise, imposto de renda - pessoa jurídica, controle acionário da empresa, risco de falência da empresa, o uso de despesas de depreciação como redutora de imposto de

renda. Evitar a diluição da propriedade da empresa e o imposto de renda - pessoa física aparecem como os itens de menor importância nas decisões financeiras da empresa. É interessante notar a preocupação com o nível de risco dos projetos e a pouca importância dada ao imposto de renda dos acionistas ou quotistas.

O último tópico dessa parte do trabalho, análise das respostas não estratificadas, diz respeito ao conhecimento e utilização de técnicas financeiras. A questão referia-se ao conhecimento pela empresa da técnica e sua utilização na determinação do custo de capital ou na análise de novos projetos.

O resultado mostra a utilização de algumas técnicas como simulação, análise de sensibilidade, programação linear, orçamento base-zero além da taxa de desconto ajustada ao risco por grande parte das empresas respondentes. Modelos como o CAPM e o Black-Scholes são pouco conhecidos e menos ainda utilizados. Vale ressaltar as respostas referentes ao modelo CAPM. Se, por um lado, 26% dos respondentes alegam conhecê-lo, quando perguntados sobre componentes básicos do modelo, o índice de conhecimento cai bastante. Para o Beta temos 21%, SML 22% e Risco Sistemático 17%. Isto talvez indique um conhecimento superficial sobre a técnica.

Já no tocante à utilização de técnicas, vê-se que as que se referem à análise de risco são bastante utilizadas, como por exemplo simulação, análise de sensibilidade e outras; reflexo talvez do alto grau de incerteza na nossa economia.

AS RESPOSTAS ESTRATIFICADAS

As companhias sociedades anônimas e as demais

A primeira estratificação realizada diz respeito à separação entre companhias sociedades anônimas, limitadas e outras. Nesta e nas próximas análises serão abordados apenas os aspectos que diferenciam entre si essas empresas.

Das respondentes, aproximadamente 58% são sociedades anônimas restando, portanto, 42% para as outras formas de organização, compostas aqui por 35% de limitadas, 4% de associações e 2% de fundações.

A primeira distinção que surge entre os dois grupos refere-se à constituição da estrutura de capital. As não sociedades anônimas seguem uma hierarquia predeterminada em sua

maioria (52%) enquanto as sociedades anônimas buscam os recursos economicamente mais atraentes no momento.

Outra distinção interessante refere-se à técnica mais utilizada na análise de projetos. Nas companhias sociedades anônimas as respostas equilibram-se entre o VPL, a TIR e o PB. Já nas não sociedades anônimas o PB é o mais utilizado por 48% das empresas, contra 45% da TIR e apenas 29% do VPL. Uma explicação pode ser o grau de complexidade crescente existente na utilização entre PB, TIR e VPL. As não sociedades anônimas talvez utilizem mais o PB em função de sua simplicidade operacional, seguido da TIR que também é facilmente calculável em uma calculadora eletrônica, dando um resultado de fácil interpretação, enquanto o VPL, dando um resultado em termos absolutos, torna-se de difícil interpretação.

No tocante ao custo de capital, as empresas sociedades anônimas exigem um retorno maior para os seus projetos que as não sociedades anônimas. Enquanto boa parte dessas últimas exige entre 9% e 15% de retorno nos seus projetos, as sociedades anônimas têm também um grande contingente exigindo entre 16% e 25%.

Quanto ao risco dos projetos, as sociedades anônimas utilizam com frequência a taxa de desconto ajustada ao risco, enquanto as não sociedades anônimas dão preferência ao ajuste no fluxo de caixa.

SA de capital aberto e SA de capital fechado

As empresas respondentes sociedades anônimas de capital aberto foram apenas 19, contra 76 de capital fechado. Novamente serão destacados apenas os fatos que as diferenciam entre si. O primeiro deles refere-se ao porte das empresas. As respondentes de capital aberto são empresas maiores que as de capital fechado, sendo que só nelas aparecem empresas com faturamento superior a US\$ 1 bilhão.

Outra distinção interessante diz respeito ao uso de uma relação predeterminada na estrutura de capital. As empresas de capital fechado não seguem o preconizado pela teoria tradicional, isto é, não vêem uma relação ótima entre capitais próprios e de terceiros. Apenas 5% delas assinalaram essa alternativa contra 21% das sociedades anônimas de capital aberto. No tocante a novos fundos, as sociedades anô-

nimas de capital aberto têm como primeira fonte a emissão de ações ordinárias, contra os empréstimos bancários das de capital fechado. Pode-se inferir daí a importância das bolsas de valores como instrumentos de captação de recursos.

Existe, no entanto, um fato que vem de encontro a esta última afirmação. Das sociedades anônimas de capital aberto, 47% consideram que suas ações encontram-se subavaliadas mais de 80% do tempo e outros 12% consideram que elas estão subavaliadas entre 50% e 80% do tempo. Essas respostas vêm de encontro à teoria de assimetria de informações, que diz que os gestores das empresas têm informações que o mercado não tem. Se essas informações são sobre um futuro promissor para a companhia (novos projetos por exemplo), os gestores vão considerar que suas ações estão subavaliadas no mercado.

A última distinção entre esses dois tipos de empresa refere-se à determinação do custo do capital próprio. Enquanto as sociedades anônimas de capital fechado determinam esse custo via o retorno esperado dos investidores, as sociedades anônimas de capital aberto utilizam mais intensamente o índice preço/lucro como determinante desse custo.

Administração profissional e administração familiar

Dentre o universo de respondentes, 29% declararam que os seus administradores são membros das famílias controladoras da empresa contra os restantes 71% que têm administradores profissionais. A primeira distinção entre esses dois grupos localiza-se na constituição das empresas. Existem mais empresas limitadas no grupo das administradas por membros das famílias que no outro grupo. Resultado este esperado. Também aqui existe uma distinção quanto ao tamanho das empresas; as administradas profissionalmente são maiores que as familiares. Por exemplo, no grupo de faturamento entre US\$ 100 milhões e US\$ 499 milhões estão 25,6% das empresas com administração profissional contra apenas 6,5% das familiares. Acima de US\$ 500 milhões estão 6,9% das profissionais contra nenhuma das familiares. Ao mesmo tempo, no segmento inferior a US\$ 500 mil de faturamento, não encontramos nenhuma empresa com administração profissional

O QUESTIONÁRIO

As questões colocadas para as empresas participantes da amostra tinham como objeto:

1. O tipo de constituição jurídica.
2. Controle acionário (estatal, privado, mista).
3. Setor de atuação.
4. Faturamento anual (em US\$).
5. Patrimônio líquido (em US\$).
6. Tipo de administração (familiar ou profissional).
7. Grau de escolaridade dos diretores.
8. O tipo de hierarquia que é seguida na obtenção de novos recursos.
9. A hierarquia que é seguida na obtenção de novos recursos (as respostas aqui eram na forma de pontos de 1 a 5, com 5 significando primeiro lugar na hierarquia).
10. Fatores determinantes na obtenção de novos recursos (as respostas aqui também eram na forma de pontos de 1 a 5, com 5 significando que o fator é primordial).
11. Período de tempo em que a administração pensa estarem suas ações subavaliadas no mercado.
12. Ação no caso de necessidade de desvio da estrutura de capital proposta tendo em vista um novo projeto.
13. Importância relativa de diversos fatores nas decisões financeiras (avaliação como na questão 10).
14. O tipo de técnica utilizada para a avaliação de novos projetos.
15. Custo de capital real anual da empresa.
16. Pay-back máximo.
17. Forma na qual a empresa insere o risco referente a cada projeto nas suas análises.
- 18a. Conhecimento de diversas técnicas financeiras.
- 18b. Utilização das diversas técnicas listadas na questão 18a.
19. Forma utilizada na determinação do custo de capital da empresa.
20. Forma utilizada na determinação do custo de capital próprio da empresa.

contra 2,2% das familiares. Fica então bastante nítida essa distinção.

No quesito escolaridade também há uma diferença: 41% dos administradores profissionais têm pós-graduação contra 26% dos familiares.

Na obtenção de novos fundos, as empresas administradas por profissionais buscam em primeiro os fundos mais vantajosos no momento, enquanto as empresas familiares buscam fundos dentro de uma hierarquia predeterminada. Nestas últimas, a emissão de novas ações ou quotas é a forma preferida de obtenção de fundos, contra os empréstimos bancários preferidos pelas empresas com administração profissional.

O item referente a diversos tópicos e sua importância nas decisões financeiras também leva a uma distinção entre os dois tipos de empresa. As empresas familiares têm uma maior preocupação com o imposto de renda da pessoa física, manutenção do controle acionário, risco de falência e a condição dos acionistas existentes. As empresas com administração profissional estão mais preocupadas sobretudo com o fluxo de caixa projetado para a decisão.

Quanto às técnicas de análise de investimento, as empresas de administração familiar revelaram preferir as técnicas mais simples na forma de aplicação, dando preferência ao PB, seguido da TIR e por último o VPL. As de administração profissional preferem a TIR, seguida do VPL e por último o

PB. Novamente deve-se destacar que o método mais recomendado em termos acadêmicos, o VPL, não é o mais utilizado pelas empresas.

Na consideração do risco dos projetos, as empresas administradas por profissionais surpreendem, pois 11% delas não o consideram, contra 8% das familiares. Resultado absolutamente não esperado. No tratamento dos projetos, as empresas com administração profissional mostram-se mais sofisticadas utilizando de forma mais intensa técnicas como simulação e análise de sensibilidade.

Uma última distinção refere-se ao cálculo do custo do capital próprio: as empresas familiares utilizam-se mais do índice preço/lucro enquanto as profissionais referem-se ao retorno exigido pelos investidores para esse cálculo.

CONCLUSÕES

As conclusões gerais desta pesquisa podem ser subdivididas em duas partes. A primeira refere-se ao tratamento dado pelas empresas no tópico estrutura de capital.

Como observado pelos resultados da tabulação das respostas aos questionários, a idéia de uma relação estática entre os componentes da estrutura de capital, conforme proposta pela teoria tradicional de finanças, é descartada. As empresas indicaram que, em termos de estrutura de capital, são oportunísticas em sua maioria. Captam o recurso que no momento for economicamente mais proveitoso, sem se preocupar com a estrutura de capital. Destaca-se, também, a existência de um grande número de empresas que seguem uma hierarquia de captação predeterminada, conforme proposto pela teoria de assimetria de informações, dando grande importância à sua sobrevivência, independência e flexibilidade financeira.

Então, dentro do objetivo inicial da pesquisa, que era o de determinar o comportamento das empresas no tocante à estrutura de capital, vemos que a seguinte seqüência espelha bem o comportamento das empresas participantes do trabalho:

- a) Oportunismo
- b) Hipótese da Ordem de Captação
- c) Modelos de Relação Estática

A segunda parte das conclusões refere-se ao tópico custo de capital e análise de in-

vestimento. Novamente a teoria financeira, como preconizada nos livros-texto, não é seguida à risca pelas empresas.

Dentre as técnicas de avaliação de projetos de investimento, a teoria financeira mostra que o Valor Presente Líquido (VPL) é o mais indicado. As empresas utilizam-se primordialmente da técnica conhecida como Taxa Interna de Retorno (TIR), em seguida indicam o período de *Pay-Back* (PB) como técnica mais utilizada para somente em último lugar indicarem o VPL. Deve-se ressaltar que praticamente todas as empresas utilizam-se de mais de uma técnica ao mesmo tempo.

Em outros tópicos as empresas atendem aos ditames da teoria financeira. O fluxo de caixa projetado é o fator mais importante nas decisões financeiras, seguido do risco do projeto em análise. Aliás, no tópico risco do projeto, as empresas em sua grande maioria responderam que levam em conta o risco na avaliação das alternativas de investimento, usando técnicas como a taxa de desconto ajustada ao risco e o ajuste nos fluxos de caixa. Diversas empresas responderam que se utilizam das duas técnicas, o que significa que estão contando o risco em dobro. Porém, pode ter havido uma falha no questionário deixando margem para uma interpretação diversa desta.

Surpreendentemente a maioria das empresas respondeu que tenta determinar seu custo de capital como proposto pela teoria finan-

ceira: por meio do custo médio ponderado de capital. Dentre elas, a maioria disse ponderar esses custos pelos valores de mercado, exatamente como diz a teoria. Porém uma parcela das empresas utiliza-se do custo da fonte disponível como custo de capital.

Outras considerações podem ser tecidas sobre os resultados: como era esperado, empresas grandes e administradas profissionalmente são mais "sofisticadas" no tratamento de seus problemas financeiros. O maior conhecimento técnico de seus administradores é patente nas respostas.

Os dados resultantes desta pesquisa ainda podem e serão objeto de análise, mas uma conclusão final já pode ser apontada: existe um grande desconhecimento, por parte das empresas, do ferramental disponível mediante a teoria financeira. Como o nível de escolaridade dos respondentes foi quase sempre indicado como sendo de 3º grau completo ou de pós-graduação, existe algum problema sério por trás desses resultados. Supondo que parte dos cursos de pós-graduação feitos pelos respondentes tenha sido em Administração de Empresas, eles não estão aproveitando o que é ensinado nesses cursos, seja porque as técnicas básicas não estão sendo ensinadas, seja porque elas não estão sendo explicadas de forma adequada. Existe aí um campo fértil de trabalho. □

BIBLIOGRAFIA

- BASKIN, J. An empirical investigation of the Pecking Order Hypothesis. In: *Financial Management*. p. 26-35, Spring 1986.
- BREALEY, R. A. & MYERS, S. C. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill, 1991.
- DIXIT, A. K. & PINKYCK, R. S. *Investments under Uncertainty*. New Jersey: Princeton University Press, 1993
- GITMAN, L. J. & MERCURIO, V. A - Cost of capital techniques used by major US firms: Survey and analysis of Fortune's 1000. In: *Financial Management*. p. 21-9, Winter 1982.
- HARRIS, M. & RAVIV, A. The theory of capital structure. In: *Journal of Finance*. p. 297-355, March 1991.
- LEVY, H. & SARNAT, M. *Capital Investments and Financial Decisions*. 5.ed., New York: Prentice Hall, 1994.
- MASULIS, R. W. *The Debt/Equity Choice*. Cambridge, MA: Ballinger Pub. Co., 1988.
- MYERS, S. C. *The Capital Structure Puzzle*. In: *Journal of Finance*. n. 39, p. 575-92, July 1984.
- MYERS, S. C. *Still Searching for Optimal Capital Structure*. In: *Journal of Applied Corporate Finance*. n. 6, p. 4-14, Spring 1993.
- MYERS, S. C. & MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. In: *Journal of Financial Economics*. n.13, p. 187-221, 1984.
- PINEGAR, J. M. & WILBRICHT, L. What managers think of capital structure theory: A survey. In: *Financial Management*. p. 82-91, Winter 1989.
- TITMAN, S. & VESSELS, R. The determinants of capital structure choice. In: *Journal of Finance*. p. 1-19, March 1988.
- TCHÊNIO, M. & VAILHEN, J. & BARIBIAN, G. *La Pratique du BBZ*. Paris: InterEditions, 1983.
- VAN HORNE, J. C. *Financial Management and Policy*. 10 ed., New York: Prentice Hall, 1995.