

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO  
FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

**COMO DECIDEM OS ADMINISTRADORES  
FINANCEIROS SOBRE CUSTO E  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS  
EMPRESAS NO BRASIL**

**SÃO PAULO - 1995**

## **RESUMO**

O trabalho teve como objetivo pesquisar o comportamento das empresas instaladas no Brasil no tocante a custo e estrutura de capital. Dentro deste objetivo buscou-se identificar quais os instrumentos teóricos que melhor descrevem este comportamento, mostrando as possíveis conexões entre o que é ensinado nas escolas e a prática empresarial. Dentre diversos resultados interessantes, um que se destaca é o referente à idéia de oportunismo na captação de recursos pelas empresas, tópico 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 describes this behaviour have 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, Brasil, assimetria de informações, oportunismo.

## **Key-words:**

capital structure, cost of capital, Brazil, asymmetric information, opportunism.

## ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO .....	4
2. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO .....	6
3. CARACTERIAÇÃO DA AMOSTRA .....	6
4. ANÁLISE DAS RESPOSTAS .....	7
4.1. Formação da Estrutura de Capital .....	7
4.2. Custo de Capital .....	9
4.3. O Investimento de Capital e as Decisões Financeiras .....	10
4.4. As Companhias Sociedades Anônimas e as Demais .....	12
4.5. As Sociedades de Capital Aberto e as de Capital Fechado .....	13
4.6. As Empresas com Administração Profissional e as Familiares .....	14
5. CONCLUSÕES .....	15
6. BIBLIOGRAFIA .....	18
7. ANEXOS .....	20
7.1. O Questionário .....	20
7.2. A Tabulação das Respostas .....	

## 1. INTRODUÇÃO

Dentro do campo de estudo Finanças de Empresas, nenhum tópico gera maior controvérsia que o referente a Custo e Estrutura de Capital.

A discussão sobre este 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 do outro lado 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 estudos levados à efeito no exterior<sup>1</sup> 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.

À partir desses resultados, dois tipos básicos de modelos vêm tentando 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 sub-avaliadas 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<sup>2</sup>. Então os gestores das empresas vão sempre evitar emitir ações sub-avaliadas, preferindo outras fontes de recursos. Esta teoria é também conhecida como a Hipótese da Ordem de Captação (Pecking Order Hypothesis).

Temos então duas teorias concorrentes, uma afirmando a existência de uma estrutura meta enquanto a outra prega que as empresas seguem uma hierarquia de preferências ao decidir sobre sua estrutura de capital.

A pergunta que surge naturalmente após a análise das duas teorias expostas no tópico anterior 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

<sup>1</sup>Para uma revisão destes estudos ver MASULIS, R. W. - *The Debt/Equity Choice* - Cap 2 - Ballinger Pub. Co. - Cambridge - Ma. - 1988

<sup>2</sup>MYERS, S. C. - *The Capital Structure Puzzle* - Journal of Finance - 39 - July 84 - (575-92) & MYERS, S. C. - *Still Searching for Optimal Capital Structure* - Journal of Applied Corporate Finance, 6, Spring 1993 - (4-14)

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 à medida em que surgem boas oportunidades, sem preocupar-se 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. Esta ausência de informações sobre o comportamento das empresas leva a um distanciamento muito grande entre teoria e prática, seja a nível de ensino seja a nível 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 deste tópico, a importância relativa de diversos fatores, como impostos, risco de falência e modificações no controle acionário, nas decisões financeiras foi analisada.

Finalmente, o tópico Análise de Investimentos também mereceu atenção neste estudo. Como é que as empresas avaliam o potencial dos possíveis investimentos, notadamente em Ativo Imobilizado? E o risco destes projetos, ele é levado em conta ou ignorado? Técnicas<sup>3</sup> como Valor Presente Líquido, Taxa Interna de Retorno, Pay-Back, Teoria de Opções, Simulação e outras foram confrontadas objetivando analisar qual o nível de familiaridade e utilização dentro das empresas no Brasil.

<sup>3</sup>Uma descrição destas técnicas pode ser encontrada em: LEVY, H. & SARNAT, M - *Capital Investments and Financial Decisions* - Prentice Hall - New York - 5ª ed - 1994. O uso de teoria de opções em análise de investimentos é descrito em: DIXIT, A. K. & PINKYCK, R. S. - *Investments under Uncertainty* - Princeton University Press - NJ - 1993

## 2. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

O estudo teve como base um questionário enviado a cada uma das empresas selecionadas para o estudo. Este questionário foi composto apenas de questões fechadas, do tipo múltipla escolha ou do tipo classificação hierárquica.

O banco de dados se compõe de 1126 empresas<sup>4</sup>, com aproximadamente 50% das Sociedades Anônimas, 46% Limitadas e o restante Associações, Fundações e outros. Estas empresas são dos mais variados setores e tamanhos, não tendo sido elaborada uma classificação que permita inferências sobre suas características.

Com base nas respostas cada empresa foi identificada por tamanho (dado pelo montante de Patrimônio Líquido e pelo faturamento), por constituição jurídica (sociedades anônimas, Ltda ou outras), por tipo de administração (familiar ou profissional), por controle acionário (privado, estatal, misto) por escolaridade da diretoria (pós-graduação, 3º grau, etc) e por setor de atuação. Esta classificação, não realizada mesmo nos estudos feitos no exterior, permitiu uma análise setorial do comportamento das empresas mostrando eventuais diferenças de comportamento oriundas do posicionamento da empresa.

## 3. CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

Da amostra original de 1126 empresas, foram recebidas 161 respostas com 87% delas distribuídas por 24 setores básicos<sup>5</sup> e as restantes 13% classificadas como pertencentes a outros ramos de atividade. Destes 24 setores, três se destacam pela quantidade de respostas: autopeças, eletroeletrônica e construção, somando algo próximo de 30% dos questionários recebidos. O quadro 6, no anexo, mostra o resultado geral das respostas recebidas.

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 micro<sup>6</sup> empresas entre as

<sup>4</sup>O autor agradece à LGM Consultores e Representações Ltda pela cessão de seu banco de dados.

<sup>5</sup>Foram utilizados os setores nas quais estão divididas as empresas na publicação Balanço Anual da Gazeta Mercantil 94/95.

<sup>6</sup>O autor considerou que com certeza uma micro empresa tem um faturamento inferior a US\$ 1 milhão/ano.

respondentes. Podemos ainda caracterizar a maioria dos respondentes como grandes empresas, visto que 75% deles tem faturamento anual entre R\$ 20 milhões e R\$ 500 milhões. O mesmo ocorre em relação ao patrimônio líquido, onde existe uma distribuição de valores muito similar à do faturamento.

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

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

Algumas conclusões podem ser extraídas dos valores apresentados acima. Em primeiro lugar, é sabido que a grande maioria das empresas brasileiras são administradas 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 desta 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 esta pesquisa. Estas empresas podem ser caracterizadas como pequenas e cujos dirigentes não têm preparo acadêmico.

## **4. ANÁLISE DAS RESPOSTAS**

### **4.1. 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 pré-determinada é que são destaque entre as respondentes, com 47% e 40% para cada uma.

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 desta 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 Majluf<sup>7</sup> 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 desta teoria as empresas utilizam uma hierarquia pré-determinada 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 superior ao esperado pelo mercado, as ações da empresa estarão sempre sub-avaliadas e portanto não existe motivação para emissão de novas ações.

Computando-se a amostra sem estratificação, observamos que ao contrário do que seria esperado num 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 propõe 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 este 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. A segunda refere-se à

<sup>7</sup>Myers, S. C. & Majluf, N. S. - *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* - Journal of Financial Economics 13, 187-221, 1984



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 pré-determinada de preferências.

## 4.2. 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 investimentos como o Valor Presente Líquido (VPL) e a Taxa Interna de Retorno (TIR) estimam este custo numa faixa entre 13% e 15% reais ao ano, com uma distribuição com forma de distribuição normal em torno destes valores à exceção de 8% das empresas que responderam estimar seu custo de capital numa 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 5 anos de PB, sendo que 26% aceita projetos com no máximo 3 anos de PB.

Nas questões referentes à determinação do custo de capital por parte das empresas, vemos que 51% delas segue o que é preconizado pela teoria tradicional de finanças: a mensuração de um Custo Médio Ponderado de Capital através da apuração dos valores de mercado das suas várias fontes de capital. Outros 14% determinam este Custo Médio Ponderado de Capital 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 se dividem em dois grupos: o primeiro, composto por 45% delas utiliza o retorno exigido pelos investidores como custo do capital próprio enquanto que outros

38% utilizam o índice preço lucro. É interessante inicialmente ressaltar que podemos imaginar este 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 que 9% utilizam os dividendos atuais, o que caracteriza algo próximo ao modelo conhecido como modelo de Gordon<sup>8</sup>.

### 4.3. O Investimento De Capital E As Decisões Financeiras

O primeiro tópico abordado neste ponto 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 desta questão:

Quadro 1

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

Este quadro apresenta também as respostas múltiplas dadas a esta 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 o grande número de empresas que se utilizam do PB como método de análise de investimentos, 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 deste 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%

<sup>8</sup>Uma descrição deste modelo, também conhecido como modelo de Avaliação de Crescimento Constante, pode ser encontrada em MANDELL, L. & O'BRIEN, T. J. - *Investments* - 1992 - Macmillan Pb. Co. - (349-351)

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 à técnicas financeiras onde a maioria das empresas indicou ter conhecimento e estar utilizando técnicas relativamente sofisticadas de tratamento do risco como simulação.

Ampliando um pouco a análise, serão analisadas as respostas dadas a uma questão referente 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 IR, evitar a diluição da propriedade da empresa e finalmente o imposto de renda - pessoa física aparecem como os itens de menor importância nas decisões financeiras da empresa. É interessante notar novamente 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 desta parte do trabalho, análise das respostas não estratificadas, diz respeito ao conhecimento e utilização de técnicas financeiras. A questão se referia ao conhecimento pela empresa da técnica e sua utilização na determinação do custo de capital ou na análise de novos projetos. O quadro a seguir mostra o resultado da tabulação:

**Quadro 3**

<b>TÉCNICA</b>	<b>Conhece?</b>	<b>Utiliza?</b>
Taxa de desconto ajustada ao risco	69%	47%
Equivalentes à certeza	13%	4%
Beta	21%	4%
Linha de mercado de títulos (SML)	22%	4%
Análise de sensibilidade	61%	48%
Simulação	72%	56%
Programação linear	55%	28%
Orçamento base-zero	68%	32%
CAPM (Capital Asset Pricing Model)	26%	7%
Modelo Black-Scholes de avaliação de opções	9%	1%
Risco Sistemático	17%	7%

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 modelo Black-Scholes são pouco conhecidos e menos ainda utilizados. É interessante 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.

#### **4.4. As Companhias Sociedades Anônimas E As Demais**

A primeira estratificação realizada diz respeito à separação entre companhias sociedades anônimas, limitadas e outras. Serão abordados apenas os aspectos que diferenciam entre si estas 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 pré-determinada 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 Período de Pay-Back. Já nas não sociedades anônimas o Período de Pay-Back 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 numa calculadora eletrônica, dando um resultado de fácil interpretação, enquanto que 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 que as não sociedades anônimas dão preferência ao ajuste no fluxo de caixa.

#### **4.5. As Sociedades Anônimas De Capital Aberto E As Sociedades Anônimas 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 bi.

Outra distinção interessante diz respeito ao uso de uma relação pré-determinada 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 esta alternativa contra 21% das sociedades anônimas de capital aberto. No tocante à novos fundos, as sociedades anônimas 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 sub-avaliadas mais de 80% do tempo e outros 12% consideram que elas estão sub-avaliadas entre 50 e 80% do tempo. Estas 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 estas informações são sobre um futuro promissor para a companhia (novos projetos por exemplo), os gestores vão considerar que suas ações estão sub-avaliadas no mercado.

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

#### **4.6. As Empresas Com Administração Profissional E As Com 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 tem administradores profissionais. A primeira distinção entre estes 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 contra 2,2% das familiares. Fica então bastante nítida esta distinção.

No quesito escolaridade também há uma diferença. 41% dos administradores profissionais tem 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 que as empresas familiares buscam fundos dentro de uma hierarquia pré-determinada. 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 empresas. As empresas familiares tem 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 investimentos, as empresas de administração familiar revelara preferir as técnicas mais simples na forma de aplicação, dando preferência ao Período de Pay-Back, seguido da TIR e por último o VPL. As de administração profissional preferem a TIR, seguida do VPL e por último o Período de Pay-Back. 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 se mostram 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 que as profissionais referem-se ao retorno exigido pelos investidores para este cálculo.

## **5. CONCLUSÕES**

As conclusões gerais desta pesquisa podem ser subdivididas em duas partes. A primeira referente 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 preocupar-se com a estrutura de capital. Destaca-se também a existência de um grande número de empresas que seguem uma hierarquia de captação pré-determinada, 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 sequência 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 investimentos. Novamente a teoria financeira, como preconizada nos livros textos, 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 se utilizam primordialmente da técnica conhecida como Taxa Interna de Retorno, em seguida indicam o período de *Pay-Back* como técnica mais utilizada para só em último lugar indicarem o VPL. Deve-se ressaltar que praticamente todas as empresas se utilizam 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, neste 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 financeira: através do custo médio ponderado de capital. Dentre elas, a maioria disse ponderar estes custos pelos valores de mercado, exatamente como diz a teoria. Porém, uma parcela das empresas se utiliza 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 através da 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 destes resultados. Em se 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 nestes 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.

## 6. BIBLIOGRAFIA

BASKIN, J - “An empirical investigation of the Pecking Order Hypothesis” - *Financial Management* - Spring - (26-35) 1986

BREALEY, R. A. & MYERS, S. C. - “Principles of Corporate Finance” - 4ª ed. - McGraw Hill - 1991.

DIXIT, A. K. & PINKYCK, R. S. - “Investments under Uncertainty” - Princeton University Press - NJ - 1993

GITMAN, L J & MERCURIO, V A - “Cost of capital techniques used by major US firms: Survey and analysis of Fortune’s 1000” - *Financial Management* - Winter (21-29) 1982

HARRIS, M & RAVIV, A - “The theory of capital structure” - *Journal of Finance* - March (297-355) 1991

LEVY, H. & SARNAT, M - “Capital Investments and Financial Decisions” - Prentice Hall - New York - 5ª ed - 1994.

MANDELL, L. & O’BRIEN, T. J. - “Investments” - 1992 - Macmillan Pb. Co.

MASULIS, R. W. - “The Debt/Equity Choice” - Cap 2 - Ballinger Pub. Co. - Cambridge - Ma. - 1988

MYERS, S. C. - “The Capital Structure Puzzle” - *Journal of Finance* - 39 - July 84 - (575-92)

MYERS, S. C. - “Still Searching for Optimal Capital Structure” - *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, Spring 1993 - (4-14)

MYERS, S. C. & MAJLUF, N. S. - “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have” - *Journal of Financial Economics* 13, 187-221, 1984

PINEGAR, J M & WILBRICHT, L - “What managers think of capital structure theory: A survey” - *Financial Management* - Winter (82-91) - 1989

TITMAN, S & VESSELS, R - “The determinants of capital structure choice” - *Journal of Finance* - March (1-19) 1988

TCHÊNIO, M. ; VAILHEN, J. & BARIBIAN, G. - “ La Pratique du BBZ” - InterEditions - 1983 - Paris

VAN HORNE, J C - “Financial Management and Policy” - 10ª ed - Prentice Hall - 1995

## 7. ANEXO:

### 7.1. 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 também aqui 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. 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.

## **7.2. Tabulação das Respostas**