

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

Cristiane Benetti

**POLÍTICAS FINANCEIRAS: ESTUDO DE PROPRIEDADES
MÉTRICAS DO *DUKE SPECIAL SURVEY ON CORPORATE
POLICY* NO BRASIL**

São Leopoldo

2005

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

Cristiane Benetti

**POLÍTICAS FINANCEIRAS: ESTUDO DE PROPRIEDADES
MÉTRICAS DO *DUKE SPECIAL SURVEY ON CORPORATE
POLICY* NO BRASIL**

Dissertação apresentada no programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra
Co-orientador: Prof. Dr. Marcos Alencar Abaide Balbinotti

São Leopoldo, 2005

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca da
Universidade do Vale do Rio dos Sinos

B465p Benetti, Cristiane
Políticas financeiras: estudo de propriedades métricas do *Duke Special Survey on Corporate Policy* no Brasil /por Cristiane Benetti.
– 2005.
210 f. : il. ; 29cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2005.
“Orientação: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra; Co-orientador: Prof. Dr. Marcos Alencar Abaide Balbinotti, Centro de Ciências Econômicas.”

1. Política financeira. 2. Custo de capital. 3. Estrutura de capital.
4. Orçamento de capital. 5. Governança corporativa. I. Título.

Catálogo na Publicação:
Bibliotecária Eliete Mari Doncato Brasil - CRB 10/1184

À minha família: Pai, Mãe, Grazi
e Amanda, pelo seu apoio incondicional.

AGRADECIMENTOS

É impossível agradecer a todos os que contribuíram para um projeto de estudo dessa dimensão. Mas alguns merecem destaque pela ajuda durante o processo. Assim agradeço:

- a DEUS, fonte de paz, inspiração e saber, que me ajudou a estar aqui, neste momento, ampliando meus conhecimentos científicos e, também, sobre a vida;
- à Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS – pela estrutura e suporte que viabilizaram a consecução dos meus estudos;
- aos meus orientadores e amigos, professores Paulo Renato Soares Terra e Marcos Alencar Abaide Balbinotti, sem os quais, certamente, não teria chegado ao fim. Nossas discussões sobre o problema de pesquisa e a relação entre os conceitos fizeram as idéias amadurecerem e a pesquisa acontecer;
- aos professores Ernani Ott, Wilson Toshiro Nakamura e Carlos Diehl pelas contribuições na banca de projeto e de defesa da dissertação para a versão final deste trabalho;
- aos professores Auster Nascimento e Marcos Antônio de Souza, pela paciência e dedicação nas disciplinas de Controladoria e Custos;
- aos demais professores do Mestrado, pelo incentivo e apoio;
- à CAPES, pela concessão da bolsa de mestrado que possibilitou a realização do curso de pós-graduação na UNISINOS;

- às funcionárias da secretaria de pós-graduação da Área de Ciências Econômicas da UNISINOS, em especial às secretárias do Mestrado, Ana Zilles e Sandra Rodrigues, por todo o apoio desde o processo de inscrição até agora;
- a todos os executivos financeiros que responderam ao questionário e enviaram suas contribuições;
- ao bolsista de iniciação científica, Eduardo Lovato Matzenbacher, que me ajudou na busca de informações das empresas e na digitação dos dados;
- aos colegas de Mestrado, Carla Rosangela Wachholz, minha amiga e parceira em todas as disciplinas, Aline Nast de Lima, Diogo Pasuch, Fernando Vitório Barro (em memória), Guilherme Kirch, Lidiane Veiga e Luciane Reginatto, pelas risadas, discussões e críticas e, pelo carinho e amizade;
- aos amigos Cristina Bressan, Edson Sadao Iisuka, Henrique Heidtmann Neto e Salete Galvão Picchi, pelo apoio (paciência e atenção) e ajuda nas horas mais difíceis.

Sou grata também a Abe de Jong, Antônio Zoratto Sanvicente, Campbell R. Harvey, Dirk Brounen, Eduardo Schiehl, Fernando Caputo Zanella, Gilberto de Oliveira Kloeckner, João Zani, John R. Graham, Kees Koedijk, Leonildo Bernardon, Newton Carneiro Affonso da Costa Júnior, Osvaldo Schirmer, Ricardo Hingel, Ricardo Pereira Câmara Leal, Rodrigo Oliveira Soares, Sandro Rigo, Walter Lee Ness, Werner Kuchenbacker, William Eid Júnior, Wilson Toshiro Nakamura, Wladimir Omiechuk e à equipe de webmasters da UNISINOS. Sem a sua generosa contribuição, esta pesquisa não teria sido possível. Quaisquer erros remanescentes são de responsabilidade exclusiva desta pesquisadora.

“A imaginação se nutre de perguntas
para as quais não temos resposta.”

Moacyr Scliar

RESUMO

Este estudo tem como objetivo examinar metricamente o questionário de Graham e Harvey (2001) para a realidade brasileira. Foram executadas três etapas: tradução, levantamento de informações junto aos executivos financeiros e avaliação das qualidades métricas do instrumento. Dos 1.699 questionários enviados, 160 retornaram e apenas 115 foram considerados válidos. Metodologicamente, a pesquisa foi implementada pela Internet através de correio eletrônico (*e-mail*) e da *World Wide Web*. Quatro dimensões ou assuntos de políticas financeiras foram testados: orçamento de capital, custo de capital, estrutura de capital e governança corporativa. Os fatores referentes a essas dimensões foram identificados através de análise fatorial exploratória. A dimensão orçamento de capital consolidou-se em um único fator. As dimensões custo de capital e estrutura de capital dividiram-se em dois fatores cada uma, sendo denominados histórico do retorno das ações (CC1) e condições ambientais (CC2) para custo de capital e oportunismo (EC1) e cautela (EC2) para estrutura de capital. A análise fatorial não pôde ser realizada na dimensão governança corporativa por ela não apresentar nenhuma questão escalar. Todos os fatores, com exceção de CC2, obtiveram índices de validade e fidedignidade adequados para a realidade brasileira. Com exceção da dimensão governança corporativa, foram realizadas somente as análises de fidedignidade.

PALAVRAS-CHAVE: Orçamento de Capital, Custo de Capital, Estrutura de Capital, Governança Corporativa, Levantamento de Dados, Validade, Fidedignidade, Análise Fatorial.

ABSTRACT

This research assesses some of the metric properties of the questionnaire by Graham and Harvey (2001) in the Brazilian environment. In order to accomplish such objective, three different stages were executed: the translation, the data collection with financial executives, and the evaluation of some of the metric qualities of the instrument. From 1,699 questionnaires sent out, 160 returned and only 115 were considered valid. Methodologically, this research was mostly executed through the Internet by e-mail and the World Wide Web. Four dimensions, or subjects, in corporate financial policy were tested: Capital Budgeting, Cost of Capital, Capital Structure, and Corporate Governance. Factors referring to these dimensions were identified through exploratory factor analysis. The dimension Capital Budgeting was consolidated in a single factor. The dimensions Cost of Capital and Capital Structure were split in two factors each, named “Stock Returns History” (CC1) and “Environmental Conditions” (CC2) for Cost of Capital, and “Timing” (EC1) and “Caution” (EC2) for Capital Structure. Factor analysis could not be employed for the Corporate Governance dimension because there were no properly scaled questions in the questionnaire. All factors obtained acceptable indices of validity and reliability in Brazil, with exception of CC2. Regarding the Corporate Governance dimension, the metric properties were examined exclusively through the reliability analysis.

KEY-WORDS: Capital Budgeting, Cost of Capital, Capital Structure, Corporate Governance, Survey, Validity, Reliability, Factor Analysis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Risco sistemático e não-sistemático.....	44
Figura 2: Níveis de risco.....	45
Figura 3: Fontes de longo prazo	46
Figura 4: Modelos de MM.....	57
Figura 5: Custo de falência.....	58
Figura 6: Relações da empresa moderna.....	63
Figura 7: Representação da teoria da agência.....	64
Figura 8: Apresentação seqüencial das diferentes fases sistemáticas da metodologia de validação transcultural dos questionários.....	120

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Vantagens e desvantagens do <i>payback</i>	36
Quadro 2: Comparação entre capital de terceiros e capital próprio	53
Quadro 3: Vantagens e desvantagens do endividamento	54
Quadro 4: Vantagens e desvantagens do endividamento	62
Quadro 5: Pesquisas realizadas na América do Norte utilizando o método de <i>survey</i>	72
Quadro 6: Visão geral da pesquisa nos Estados Unidos e Canadá.....	73
Quadro 7: Características gerais das técnicas de Orçamento de Capital constatadas por GH .	74
Quadro 8: Características específicas das técnicas de Orçamento de Capital constatadas por GH	74
Quadro 9: Características gerais das técnicas de Custo de Capital constatadas por GH.....	77
Quadro 10: Características específicas das técnicas de Custo de Capital constatadas por GH.	77
Quadro 11: Comparação entre os fatores de risco das empresas.....	78
Quadro 12: Características de Estrutura de Capital constatadas por GH	79
Quadro 13: Pesquisas realizadas na Europa utilizando o método de levantamento.....	81
Quadro 14: Visão geral da pesquisa na Europa.....	83
Quadro 15: Itens considerados para Governança Corporativa	83
Quadro 16: Itens considerados para Estrutura de Capital.....	83
Quadro 17: Itens considerados para a caracterização do CEO	83
Quadro 18: Técnicas de Orçamento de Capital constatadas por BJK.....	84
Quadro 19: Características de Estrutura de Capital constatadas por BJK.....	86
Quadro 20: Pesquisas realizadas no Brasil utilizando o método de levantamento.....	90
Quadro 21: Características dos investimento no Brasil.....	92
Quadro 22: Análise dos investimentos.....	93
Quadro 23: A realidade do custo, estrutura e Orçamento de Capital no Brasil.....	95
Quadro 24: Comportamento das empresas.....	96
Quadro 25: Comparação entre as regiões e dimensões	98
Quadro 26: Fontes de variância de erro em relação aos coeficientes de fidedignidade	109
Quadro 27: Fatores que podem aumentar o índice de resposta em um levantamento.....	140
Quadro 28: Instruções para o juiz-avaliador.....	143

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Comparação entre os estudos sobre Orçamento de Capital.....	75
Tabela 2: Comparação na avaliação de projetos entre os países.	85
Tabela 3: Comparação entre os estudos sobre Orçamento de Capital.....	87
Tabela 4: Cálculo do índice de resposta.....	147
Tabela 5: Formas de resposta.....	148
Tabela 6: Distribuição da amostra por porte – faturamento.....	151
Tabela 7: Distribuição da amostra por vendas realizadas ao exterior.	152
Tabela 8: Distribuição da amostra por setor.....	152
Tabela 9: Distribuição da amostra por tipo de propriedade.....	153
Tabela 10: Distribuição da amostra pela condição “Pagamento de Dividendos”.....	153
Tabela 11: Distribuição da amostra pela condição “Serviços Regulados”.....	154
Tabela 12: Distribuição da amostra pelo percentual de ações ordinárias dos três principais executivos.....	155
Tabela 13: Distribuição da amostra pela escolaridade do principal executivo.....	155
Tabela 14: Distribuição da amostra pela idade do principal executivo.....	156
Tabela 15: Distribuição da amostra pelo tempo de cargo do diretor-presidente.....	156
Tabela 16: Cálculo do CVCc e dimensão teórica.....	158
Tabela 17: Análise fatorial das questões de Orçamento de Capital.....	172
Tabela 18: Análise fatorial das questões de Estrutura de Capital.....	174
Tabela 19: Análise fatorial das questões de Custo de Capital.....	177

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACOES

APT	-	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
BJK	-	Brounen, Jong e Koedijk
BNDES	-	Banco Nacional de Desenvolvimento Econmico e Social
BOVESPA		Bolsa de Valores de São Paulo
CAPM	-	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CC		Custo de Capital
CEO	-	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO		<i>Chief Financial Officer</i>
CVC	-	Coeficiente de Validade de Conteúdo
DGM		<i>Dividend Growth Model</i>
EC		Extrutura de Capital
EUA		Estados Unidos da América
FEI		<i>Financial Executive Institute</i>
GC		Governança Corporativa
GH	-	Graham e Harvey
IBEF		Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças
IBGC	-	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IL	-	ndice de Liquidez
IMCI14K		Instrumento de Coletas de Dados da ISO 14000
IR	-	Imposto de Renda
IRPJ	-	Imposto de Renda de Pessoa Jurídica
JSCP	-	Juros Sobre Capital Próprio
LPA		Lucro por Ação
MBA	-	<i>Master Business Administration</i>
MM	-	Modigliani e Miller
OC		Orçamento de Capital
PB	-	<i>Payback</i> (período de recuperação)
P/L		ndice Preço - lucro
QEC		Questionário sobre a Educação  Carreira
SEBRAE	-	Serviço de Apoio a Micro e Pequenas Empresas
TIR	-	Taxa Interna de Retorno
TOV-R		Teste de Orientação da Vida
VPL	-	Valor Presente Líquido
WACC	-	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
1.1	Contextualização	15
1.2	Problema.....	16
1.3	Objetivos.....	18
1.3.1	Objetivo geral	18
1.3.2	Objetivos específicos.....	18
1.4	Justificativa.....	19
1.5	Delimitação do Tema	22
1.6	Hipóteses de Trabalho	24
1.7	Estrutura da Dissertação	24
2	POLÍTICAS FINANCEIRAS: TEORIA, PRÁTICA E VALIDAÇÃO	26
2.1	Políticas Financeiras	26
2.1.1	Teoria financeira.....	28
2.1.2	Orçamento de capital	35
2.1.3	Custo de capital	42
2.1.4	Estrutura de capital	51
2.1.5	Governança corporativa.....	62
2.2	Prática Financeira: <i>Surveys</i> em Finanças.....	71
2.2.1	América do Norte	71
2.2.2	Europa.....	81
2.2.3	Brasil.....	90
3	QUALIDADES MÉTRICAS DE UMA SURVEY	101
3.1.1	Validade.....	103
3.1.2	Fidedignidade	108
3.1.3	Mensuração e interpretação	111
4	MÉTODO DE PESQUISA.....	113
4.1	Procedimentos Éticos	113
4.2	Procedimentos Metodológicos	114
4.2.1	Classificação da pesquisa	114
4.2.2	Seleção dos sujeitos da pesquisa	115
4.2.2.1	População da pesquisa.....	116

4.2.2.2	Amostra	117
4.2.3	Coleta dos dados	117
4.2.4	Procedimentos de tradução	118
4.2.4.1	Preparação da versão preliminar	121
4.2.4.2	Avaliação e modificação da versão preliminar	123
4.3	Procedimentos Estatísticos	125
4.3.1	Avaliação da validação do conteúdo	125
4.3.2	Avaliação da versão experimental por um pré-teste	128
4.3.3	Envio do questionário para a população	129
4.3.4	Avaliação da validade do constructo	131
4.3.5	Avaliação da fidedignidade e da consistência interna do instrumento	133
4.3.6	Estabelecimento de normas	135
4.4	Instrumento	137
4.5	Método TDM para Levantamento	139
4.6	Limitação do Método	141
4.7	Execução da Pesquisa	141
5	ANÁLISE DOS RESULTADOS	149
5.1	Resultados Encontrados	149
5.1.1	Análise descritiva dos respondentes	150
5.1.2	Cálculo do Coeficiente de Validade de Conteúdo	157
5.1.3	Propriedades métricas	163
5.2	Interpretações	167
5.2.1	Similaridades e divergência entre os juízes avaliadores	167
5.2.2	Estudos fatoriais exploratórios	171
5.2.3	Estudos de consistência interna	178
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	180
6.1	Conclusões	181
6.2	Limitações	184
6.3	Perspectivas para Novos Estudos	185
6.4	Palavras Finais	186
	REFERÊNCIAS	187
	ANEXOS	195
	Anexo 01: Versão Original – inglês – Graham e Harvey	196
	Anexo 02: Versão Original – inglês – Brounen, Jong e Koedijk	199
	APÊNDICES	203
	Apêndice A: Versão Brasileira do Questionário	203
	Apêndice B: Carta de Apresentação (e-mail)	209
	Apêndice C: Carta de Apresentação para os Juízes	210

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), todas as empresas deveriam ter como seu maior objetivo gerar valor para seus acionistas, mas isso nem sempre ocorre. As decisões sobre estrutura de capital, custo de capital, orçamento de capital e governança corporativa, temas abordados neste estudo, são alguns dos motivos que podem fazer com que esta idéia não se concretize.

Nos últimos anos, segundo os mesmos autores, o ensino e a prática de finanças corporativas foram alvo de mudanças fundamentais, tanto nos mercados como nas ferramentas financeiras. Algumas pesquisas foram realizadas com o intuito de verificar se as práticas adotadas pelos executivos financeiros estão de acordo com o ensinado na academia, por exemplo, nos Estados Unidos e no Canadá, por Graham e Harvey (2001); na Europa, por Brounen, Jong e Koedijk (2004); no Brasil, por Eid (1996).

Esse tipo de estudo¹, levantamento de dados ou *surveys* com executivos financeiros e/ou tomadores de decisão sobre a teoria e a prática de finanças corporativas, não é usual no Brasil, ao contrário do que ocorre com outras disciplinas das Ciências Sociais. A ausência da cultura de utilização de questionários e/ou entrevistas em finanças faz com que a maioria das pesquisas se baseie em informações públicas (ex.: análise de dados passados), como meios de comunicação e/ou bases particulares (ex.: Economática), por serem de mais fácil acesso. Um dos possíveis motivos para o baixo uso de questionários e/ou entrevistas em finanças, conforme Gunther (1999), é a relação custo/benefício, pelo baixo índice de retorno dos questionários *versus* o alto custo de envio e comunicação com as empresas. Por exemplo, Graham e Harvey (2001) obtiveram 9% de retorno; Brounen, Jong e Koedijk (2004) obtiveram 5%, Eid (1996) obteve 14,3%.

1.2 Problema

Como consequência do reduzido número de *surveys* em finanças no Brasil, muitas são as suposições feitas sobre o comportamento dos principais executivos financeiros em relação às políticas financeiras, como a formação da estrutura de capital das empresas, a análise do custo de capital e do orçamento de capital e as práticas de governança corporativa. Devido a isto, a presente pesquisa reproduziu o estudo feito, nos Estados Unidos e no Canadá, por Graham e Harvey (2001), e, posteriormente, na Europa, por Brounen, Jong e Koedijk (2004), aplicando o mesmo **questionário** (*Duke Special Survey on Corporate Policy*), assim

¹ Mesmo em países onde a maturidade das empresas e a academia estão mais desenvolvidas e o relacionamento entre a prática e a teoria estão mais próximos, o número de estudos com esta metodologia é muito limitado.

contribuindo, para a análise comparativa do comportamento dos executivos financeiros em vários países.

Para a replicação do estudo, no Brasil, foi solicitada a autorização dos autores. Em julho de 2004, John R. Graham e Campbell Harvey a concederam e, em novembro de 2004, Dirk Brounen, Abe de Jong e Kees Koedijk também a concederam. A confirmação dos dois grupos de autores foi necessária, pois o questionário aplicado na Europa possui duas questões a mais que o questionário original aplicado nos Estados Unidos e no Canadá.

Após a primeira idealização do problema da pesquisa ‘Análise do comportamento dos executivos financeiros em relação aos quatro temas propostos no questionário’, imaginou-se que a simples tradução do questionário talvez não refletisse a realidade do Brasil, isto é, as questões propostas pelo instrumento poderiam não reproduzir a realidade brasileira. Por isto, buscou-se na psicologia como proceder para obtenção da exata tradução (VALLERAND, 1989) e construção (GUNTHER, 1999) de um questionário e para a verificação da validade de seu conteúdo (HERNÁNDEZ-NIETO, 2002) no próprio país ou em outro com idioma, costumes, crenças e valores diferentes.

O presente estudo, seguindo esta linha, propõe-se responder a seguinte indagação:

- O questionário é válido como instrumento para a investigação do comportamento dos executivos financeiros (teoria *versus* prática) em relação às quatro dimensões teóricas² de suas empresas no Brasil?

² Neste estudo, fazem parte das quatro dimensões teóricas a estrutura de capital, o custo de capital, o orçamento de capital e as práticas de governança corporativa.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

Testar a validade, para a realidade brasileira, dos questionários de Graham e Harvey (2001) e de Brounen, Jong e Koedijk (2004), sobre a teoria e a prática das finanças corporativas..

1.3.2 Objetivos específicos

- Traduzir o questionário do inglês para o português através da técnica de dupla tradução reversa;
- fazer a validação de conteúdo do questionário, isto é, verificar a clareza e a pertinência das questões no ambiente brasileiro;
- verificar a fidedignidade e a validade das questões (consistência interna).

1.4 Justificativa

As pesquisas em Finanças têm se caracterizado por seu caráter eminentemente positivista, em que hipóteses teóricas são testadas contra dados históricos (*ex-post-facto*), diretamente observáveis (como os apresentados em jornais e revistas ou os dados contidos nos diversos bancos de dados, como Economática e Bovespa), e conclusões são daí extraídas (BROUNEN; JONG; KOEDIJK, 2004).

Como sublinha Black (1976) em seu artigo sobre política de dividendos, muito pouco se sabe sobre como os executivos financeiros tomam suas decisões no dia-a-dia das empresas, quais os fatores que levam em consideração e qual o grau de aderência da prática desses executivos às teorias consagradas na literatura especializada. A pesquisa aqui apresentada justifica-se como uma alternativa científica à lacuna estabelecida, que pode levar à identificação de aspectos como:

- quais os tópicos em que há menor aderência da prática às teorias existentes, indicando rumos futuros para novas pesquisas teóricas?
- quais as variáveis que influenciam as decisões dos executivos financeiros e como elas podem ser melhor mensuradas para novas oportunidades de pesquisas empíricas?
- quais os tópicos em que a prática das finanças corporativas no Brasil mais se assemelha à prática no exterior?

Ao se fazer a comparação rigorosa dos resultados dessa *survey* com levantamentos realizados em outros países, identificam-se os elementos da teoria financeira adequados a todos os ambientes econômicos e de negócios e os contingentes adequados às condições

sócio-econômico-culturais dos países, abrindo novos caminhos para o desenvolvimento de teorias genuinamente nacionais.

Ao invés de ser antagônica à forma usual de se conduzir pesquisas em finanças, a abordagem apresentada neste estudo tem um caráter eminentemente complementar, no sentido de preencher as lacunas teórico-empíricas existentes nesse campo do conhecimento. Nesse sentido, é proposto um novo instrumento de trabalho para o pesquisador em finanças, que oferece um grande potencial para o desenvolvimento de novas teorias.

Esta pesquisa reflete quase perfeitamente a recente conclusão de Myers (2003, p. 246-7):

Todas as principais teorias de financiamento supõem que as firmas têm um acesso a mercados de capitais e a instituições financeiras modernas que funcionam razoavelmente bem. Esta suposição nem sempre é verdadeira. Isso pode não se aplicar para firmas pequenas e de capital fechado nos EUA. Certamente isso não acontece em muitos outros países (...) Nós estamos acostumados a pensar que os mercados e as instituições se adaptam às necessidades de financiamento e aos objetivos das corporações. Mas em muitos países esta adaptação é obstruída por severos problemas de agência ou por restrições governamentais. Não obstante, os mercados públicos de ações existem em quase todos os países (...) a maioria das teorias sobre Estrutura de Capital foram desenvolvidas para a realidade das empresas americanas de capital aberto. Mesmo naquele bem-estruturado cenário, nenhuma teoria geral emerge (tradução livre).

Outras *surveys*, anteriormente realizadas tanto na Europa quanto na América do Norte, não tiveram a amplitude de assuntos dos estudos de Graham e Harvey (2001) e de Brounen, Jong e Koedijk (2004): orçamento de capital, custo de capital, estrutura de capital e, para a Europa, também governança corporativa. O artigo de Graham e Harvey recebeu o primeiro lugar no *Jensen Prize for Corporate Finance and Organizations*, como o melhor artigo sobre Finanças Corporativas, publicado em 2001. Devido à profundidade com que os assuntos foram tratados (mais de cem itens ao todo), foi possível realizar também uma análise conjunta das respostas, o que não pôde ser feito nos demais estudos. Essas *surveys*, tanto nos Estados

Unidos quanto na Europa, foram as que obtiveram o maior número absoluto de questionários respondidos (retornos válidos) de que se tem conhecimento.

Em nenhuma dessas pesquisas encontrou-se explicitamente a aplicação das técnicas de validação de instrumento apresentadas neste estudo. Poucas esclarecem quais as técnicas utilizadas para obter a fidedignidade e a validade de conteúdo dos questionários. Percebe-se que, no Brasil, não é comum ou é praticamente subjetiva a validação dos questionários aplicados pela academia, nas áreas de Administração (COCHIA; SILVA, 2004; GRZYBOVSKI; BOSCARIN; MIGOTTI, 2002; ANGELO; SIQUEIRA, 2000) e Contabilidade (SOUZA; LISBOA; ROCHA, 2003; ALENCAR; GUERREIRO, 2004; BEUREN; ROEDEL, 2002). Isso coloca em dúvida muitos resultados de pesquisas publicados. Devido à maneira subjetiva como esses constructos foram elaborados e validados, surge a dúvida: será que o que esses questionários se propuseram a observar verifica-se efetivamente?

A presente pesquisa contribui para a literatura em finanças no Brasil de diversas formas. Primeiro, permite identificar os tópicos nos quais a teoria financeira pode ser mais pertinente para a prática. Segundo, abre novos horizontes para a pesquisa empírica em finanças no país, o que pode concorrer para o desenvolvimento de teorias mais sofisticadas sobre finanças corporativas em países emergentes. Terceiro, exemplifica um procedimento científico para a realização da tradução de um instrumento estrangeiro e apuração da sua validade no contexto brasileiro. Neste sentido, apresenta interesse não apenas para o público brasileiro, mas também para o internacional.

Para a execução desta pesquisa foram observadas algumas variáveis, como tempo, acesso aos dados e custos. Em relação ao tempo, ela encerrou-se dentro do cronograma e utilizou para envio dos questionários período semelhante à original americana (dois meses). O acesso aos dados restringiu-se às respostas dos executivos que optaram por participar da pesquisa, a partir de um conjunto de empresas que garantiria um mínimo de cem retornos. Os custos da pesquisa envolveram ligações telefônicas e impressões, custeadas pela Universidade, e outras despesas assumidas pela pesquisadora.

1.5 Delimitação do Tema

Visto que o principal objetivo da pesquisa era validar o instrumento para a realidade brasileira, em nenhum momento foi considerada a proposta de construção de um novo questionário. O motivo principal para que o instrumento não sofresse nenhuma aclimação à realidade brasileira foi não perder o aspecto de comparabilidade internacional. Se ele fosse alterado, perder-se-ia a possibilidade de comparação com os resultados dos demais países onde foi aplicado.

O referencial teórico, por isto, ficou restrito aos assuntos abordados no questionário e utilizados para sua validação. Ele contém três blocos:

- literatura sobre a teoria das decisões financeiras: breve explicação das origens e da evolução das finanças corporativas e apresentação de definições e de teorias das políticas financeiras que suportam as quatro dimensões estudadas nesta pesquisa, para facilitar ao leitor a comparação futura entre a teoria e a prática;

- literatura sobre a prática das políticas financeiras: apresentação de outras *surveys* realizadas em finanças que se referem aos quatro assuntos abordados no questionário e nesta pesquisa: estrutura de capital, custo de capital, orçamento de capital e governança corporativa. Tem a intenção de identificar se as práticas adotadas pelas empresas estão de acordo com as teorias recomendadas pela academia;
- qualidades métricas de uma *survey*:, encontram-se descritas, neste tópico, as duas principais qualidades que um questionário deve conter para que possa ser utilizado.

O perfil das empresas definido para este estudo é o de médias e grandes empresas brasileiras. Para esta classificação, utilizaram-se os critérios do BNDES (2005), segundo os quais as médias empresas têm receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 10.500 mil (dez milhões e quinhentos mil reais) e inferior ou igual a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais) e as grandes empresas têm receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais). Utilizaram-se também os critérios do SEBRAE, cujo critério para classificação do porte de empresas é o número de empregados. Conforme conceito adotado pelo SEBRAE (2005), consideram-se como médias empresas as que possuem de 100 a 499 empregados na indústria e de 50 a 99, no comércio e serviços e como grandes empresas àquelas com 500 ou mais empregados na indústria e com 100 ou mais, no comércio e no setor de serviços.

1.6 Hipóteses de Trabalho

Duas hipóteses foram formuladas com o objetivo de responder às questões propostas para este estudo:

- Hipótese Nula: o questionário, no Brasil, não mede o que ele se propõe a medir, isto é, as suas qualidades métricas não são aceitas;

- Hipótese Alternativa: o questionário, no Brasil, mede o que ele se propõe a medir, isto é, são aceitas as suas qualidades métricas.

1.7 Estrutura da Dissertação

A fim de cumprir a meta proposta, o trabalho está dividido em duas partes.

A primeira, composta pelos capítulos 1 e 2, refere-se à discussão teórica.

O Capítulo 1 – Introdução – apresenta a contextualização do trabalho, o problema, os objetivos, a justificativa, a delimitação do estudo, as hipóteses testadas.

O Capítulo 2 – Referencial Teórico – subdivide-se em três títulos:

- Políticas Financeiras – detalha as origens e a evolução das teorias financeiras, mostra conceitos e teorias das políticas financeiras.
- Prática Financeira: *Surveys* em Finanças – apresenta os resultados dos estudos originais (com o mesmo instrumento) realizados na América do Norte e Europa, bem como outros estudos realizados nesses continentes e no Brasil.
- Qualidades Métricas de uma *Survey* – mostra as qualidades métricas mais comuns, necessárias para que o questionário seja considerado válido.

A segunda parte do trabalho composta pelos capítulos 3, 4 e 5 refere-se à pesquisa de campo.

O Capítulo 3 – Método de Pesquisa – descreve, em detalhes, os procedimentos éticos, metodológicos e estatísticos empregados na pesquisa, bem como suas limitações e procedimentos de execução.

O Capítulo 4 – Análise dos Resultados – apresenta os resultados obtidos, sua interpretação e a discussão à luz da teoria.

O Capítulo 5 – Considerações Finais – contém as conclusões, em que são retomados os objetivos iniciais do trabalho, a fim de verificar a validade das hipóteses formuladas, descrever as contribuições e limitações do estudo e sugerir novas possibilidades para futuras pesquisas na área.

Ao final, são apresentados as referências, os anexos e os apêndices.

2 POLÍTICAS FINANCEIRAS: TEORIA, PRÁTICA E VALIDAÇÃO

2.1 Políticas Financeiras

Na década de 1950, conforme Smith (1989) e Brennan (1995), a teoria financeira estava, inicialmente, baseada em duas vertentes: a abordagem fisheriana, que tratava das decisões de consumo e investimentos como formas distintas de maximização de valor, e as proposições de Modigliani e Miller - MM (1958), que viam no componente tributário uma forma interessante de maximização de valor. Segundo Smith (1989) e Brennan (1995), essas práticas foram superadas pelo *Capital Asset Pricing Model* – CAPM (SHARPE, 1964; LINTNER, 1965; MOSSIN, 1966), isto é, as práticas deixaram de centrar-se na análise de diversas possibilidades alocativas de um fluxo de caixa e passaram a analisar o fluxo de caixa em si e os mecanismos utilizados para distribuí-lo. O CAPM ofereceu novas percepções sobre as margens de retorno esperadas pelos investidores e pelas novas técnicas gerenciais.

A segunda mudança de enfoque, segundo Smith (1989), Brennan (1995) e Miller (2004), refere-se ao reconhecimento do papel decisivo dos agentes individuais, tanto os envolvidos diretamente com as empresas como os outros com os quais elas têm que conviver.

Os agentes são vistos hoje como pessoas informadas, movidas por estímulos e preferências não necessariamente pecuniários, como gosto individual, padrão de consumo, poder de decisão, reputação, aversão ao risco. (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1984). A terceira perspectiva de mudança está associada à evolução tecnológica do jogo econômico sob informação incompleta, que deu ao apostador, antes inseguro, a segurança dos modernos instrumentos de análise oriundos dos mercados de derivativos (BLACK; SCHOLES, 1973).

A última mudança citada por Brennan (1995) é uma forma diferente de ver o arranjo institucional: a abordagem anterior preocupava-se em analisar as implicações de possíveis arranjos institucionais existentes, a moderna teoria justifica tais arranjos como respostas ótimas a problemas específicos. Paralelo a isto, foram abandonadas as normas de ação anteriormente estabelecidas para os tomadores de decisões, elas deram lugar às proposições normativas de política institucional, à transparência, à informação fidedigna e à criação de barreiras anti *takeovers*, como compensação de executivos.

Neste tópico da revisão da literatura, é abordada a evolução da teoria financeira. São apresentadas sucintamente, em ordem cronológica, as teorias de políticas financeiras relacionadas ao estudo. As políticas financeiras estão segregadas em três divisões, sendo as decisões de investimento e financiamento as mais comuns.

Neste estudo, são abordadas somente as duas primeiras teorias, relacionadas ao questionário da pesquisa. As decisões de investimento baseiam-se em técnicas de análise de orçamento de capital e em técnicas de análise de custo de capital. As decisões de financiamento baseiam-se na estrutura de capital da empresa. Apresenta-se também um

capítulo sobre governança corporativa, por ter sido o assunto incorporado ao questionário na versão europeia.

2.1.1 Teoria financeira

Com base na evolução cronológica da teoria financeira, faz-se referência às três fases das finanças corporativas¹: descritiva, normativa e positiva.

A fase descritiva estendeu-se do fim do século XIX até meados da década de 1950 e consistiu, basicamente, no desenvolvimento de ferramentas operacionais. A literatura de finanças até 1950, conforme Smith (1989), constituiu-se, em grande parte, de teorias e detalhes institucionais e de poucas análises sistemáticas. A teoria de finanças corporativas tinha muitas inconsistências lógicas, na maioria, prescritivas. Muitos estudos baseavam-se em investimentos, financiamentos e políticas de dividendos. Nesta época, as teorias dos mercados financeiros e das finanças corporativas estavam ainda em estado embrionário. Aspectos, como precificação, fatores para o equilíbrio dos mercados e os efeitos dos incentivos individuais não eram considerados relevantes.

Em 1952, a teoria da seleção do *portfolio* de Markowitz foi considerada pioneira como teoria em finanças (MILLER, 2004). Iniciou-se então uma nova fase em finanças corporativas: a fase normativa, que se estendeu até, aproximadamente, o final da década de 1950. Essa fase é marcada pela iniciativa dos pesquisadores na otimização das decisões em

¹ Essa separação temporal aproximada está embasada nos artigos de Smith (1989) e Miller (2004).

finanças (SMITH, 1989). A teoria da seleção do *portfolio*, consolidada com Markowitz (1952), analisa a melhor combinação de ações para uma carteira, através do retorno e risco das ações, visando à maximização do retorno para os investidores com a menor variação possível. Para isso, foi necessário analisar a diversificação, a contribuição ótima de cada ação para um menor risco da carteira e as regras para a construção de um *portfolio* eficiente. Essa teoria consiste na idéia que as empresas devem avaliar seus projetos como os acionistas avaliam seus investimentos, isto é, a carteira como um todo e não apenas uma ação isolada.

A partir do ano de 1950, conforme Smith (1989), mudanças fundamentais ocorreram em finanças com a aplicação de métodos e técnicas utilizados na economia, resultando numa transformação significativa. Nesta transformação, houve mudança de foco na resolução dos problemas de finanças. Ao invés de se continuar com o posicionamento normativo, começou-se a adotar a postura positiva nestas questões. Essa mudança de foco/ênfase nas pesquisas foi necessária para proporcionar a criação de uma base científica para formação e análise de decisões de políticas corporativas – investimento, financiamento e dividendos. Isso facilitou aos tomadores de decisão a compreensão das conseqüências de suas escolhas.

Na década de 1960, ocorreu outra contribuição para as decisões de investimento: houve o desenvolvimento de um modelo que relacionava, de maneira direta, retornos de ativos e que poderia, em princípio, ser testado com métodos econométricos (MILNE, 1995). Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), baseados na teoria de Markowitz, aplicaram a análise normativa deste autor para criar a teoria positiva de determinação do preço dos ativos sob condições de incerteza, a teoria do CAPM. A fase positiva iniciou-se, aproximadamente, em 1958 e estendeu-se até o início do séc. XXI. Essa fase foi marcada pelo desenvolvimento de teorias (SMITH, 1989).

O CAPM (SHARPE, 1964; LINTNER, 1965; MOSSIN, 1966) centra-se na idéia que as oscilações ocorridas no retorno de um *portfolio*, composto por todos os ativos negociados no mercado, seriam a única fonte de risco relevante para os retornos dos ativos. Segundo Roll (1977), apesar de o conjunto de premissas sobre as quais a teoria está baseada possa ser considerado pouco realista por muitos estudiosos e ter baixa capacidade preditiva, o CAPM possui o mérito de ser um método simplificado de análise de risco (COPELAND; WESTON, 1988).

Posteriormente às teorias de Markowitz e de Sharpe, houve a evolução da hipótese da eficiência de mercado, que consiste na idéia que nenhuma informação já disponível no mercado e publicada pode gerar uma taxa de retorno anormal. Essa hipótese, inicialmente testada por Cowles (1933), foi depois exaustivamente testada por inúmeros autores (SMITH, 1989; BALL, 2003) e consolidada por Fama (1970). Foram apresentados três tipos de testes: de eficiência fraca, semiforte e forte. O teste de eficiência fraca passou a ser chamado de teste de previsão. Ele refere-se à possibilidade da previsibilidade baseada nas informações históricas dos retornos dos ativos, que são igualmente conhecidos por todos. O teste de eficiência semiforte passou a ser chamado de teste de eventos. Ele considera que as informações são públicas e absorvidas pelos agentes participantes do mercado de capitais, logo não há possibilidade de retornos anormais. O teste de informação forte passou a ser chamado de teste de informação privada. Ele divide as informações em públicas e privadas - as informações privadas referem-se à possibilidade de monopólio ou acesso privilegiado. Tal idéia parte da premissa que um investidor não poderia obter um retorno extraordinário (anormal) no mercado de ações, ajustado ao risco.

No início, os testes de eficiência de mercado não comprovaram a existência de ganhos anormais ou estes foram considerados economicamente insignificantes. Dessa forma, mantinha-se a eficiência de mercado. Contudo, com o passar do tempo, essa posição foi contestada. Segundo Damodaran (1999), a premissa da eficiência do mercado continua a gerar discussão entre as pesquisas realizadas.

A eficiência do mercado foi testada em centenas de estudos ao longo das últimas três décadas. As evidências destes estudos têm sido às vezes contraditórias, pois os pesquisadores examinaram as mesmas questões de várias formas diferentes, utilizando diferentes técnicas estatísticas e períodos de tempo para seus testes. O pêndulo da opinião de consenso tem se movimentado entre a visão de que os mercados são, em sua grande maioria, eficientes e a visão de que há ineficiências significantes nos mercados financeiros (DAMODARAN, 1999, p. 201).

Os anos 1970 trouxeram uma série de contribuições, pois foram desenvolvidas diversas extensões do modelo de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), que buscavam melhor entendimento de como ocorre o processo de precificação de ativos. De acordo com Milne (1995), foi, provavelmente, a partir da insatisfação com os resultados dos testes empíricos do CAPM, que Black e Scholes (1973) elaboraram a teoria das opções e que Ross (1976, 1977) desenvolveu a *Arbitrage Pricing Theory (APT)*.

Ao pensar em outros tipos de ativos, como bônus e opções, não contemplados na teoria do CAPM, Black e Scholes (1973) analisaram o determinante dos preços desses ativos de contingência. Para os autores, a primeira função desses ativos é oferecer cobertura de riscos (*hedge*). Para essa posição ‘livre de risco’, deve-se ajustar a quantidade de opções à ação prioritária (dominante) do *portfolio*. A análise de Black e Scholes (1973) mostra que o valor da ação da empresa é uma função crescente do valor de seus ativos, da maturidade de seu endividamento, da variabilidade dos retornos de seus ativos, da taxa livre de risco e da função decrescente do valor de face do endividamento.

A teoria do APT, conforme Ross (1976), estabelece que um fator apenas não consegue captar a parcela significativa do risco ao qual um ativo é submetido. Partindo da hipótese de impossibilidade de arbitragem e de diversificação de risco, Ross (1976) demonstra que o retorno de um ativo é dado a partir de uma função linear de um número 'n' de fatores fundamentais. Para projetos novos, deve-se analisar as características de cada um para determinar o melhor custo de capital. O APT identifica essas características e a maneira de determinar o custo de capital dos projetos, auxiliando a determinação dos fluxos de caixa para o orçamento de capital sob condições de incerteza.

Nas decisões de investimento, além das teorias, estão as decisões de orçamento de capital. Conforme Brealey e Myers (1998), a empresa deve tomar as decisões de investimento, dado o custo de capital ajustado ao risco, aceitando os projetos que tenham taxa interna de retorno (TIR) acima da taxa de mínima de atratividade ou valor presente líquido (VPL) positivo.

Outras teorias que contribuíram para a formação da base conceitual para os estudos em finanças foram as decisões de financiamento das empresas. As proposições de Modigliani e Miller (1958) foram importantes para a fundamentação da teoria positiva de estrutura financeira, por trazerem implicações sobre o equilíbrio do mercado para uma política ótima de endividamento (MILLER, 2004).

Em uma visão micro sem impostos, segundo Miller (2004), os autores referem-se à estrutura de capital das empresas em que o custo de capital ótimo pode ser uma combinação ou não de capital de terceiros ou próprio, não apresentando diferença na alternativa de escolha, isto é, o valor da empresa sem capital de terceiros é igual ao da empresa com capital

de terceiros, ou, ainda, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 302), “nenhuma Estrutura de Capital é pior ou melhor do que qualquer outra para o acionista da empresa”.

Em uma visão macro, segundo Miller (2004), os autores levam em consideração os impostos e os benefícios fiscais que as empresas obtêm em dívidas de longo prazo. Segundo este autor, as proposições de MM e a hipótese de eficiência de mercado tratam do equilíbrio do mercado de capitais, como este equilíbrio é caracterizado e que forças o determinam.

Para diminuir essa assimetria, o gestor da empresa pode emitir um sinal, que consiste em uma ação do administrador, em termos do financiamento, que se acredita reflita sua visão a respeito do valor da ação da empresa. Geralmente, o financiamento via empréstimos é visto como um sinal positivo de que a administração acredita que a ação está subvalorizada e a emissão de novas ações é vista como um sinal negativo de que os gerentes acreditam que a ação está supervalorizada (JENSEN; MECKLING, 1976).

As diferentes formas de financiamento das empresas implicam a separação entre propriedade e controle. Jensen e Meckling (1976) enfatizam o papel dos contratos financeiros de criar e controlar essa dissociação na relação propriedade e controle. Os autores a definem como teoria da agência, ela tem como função analisar o controle dos conflitos nas relações contratuais (conflitos de interesse entre o agente e o principal). Jensen e Meckling (1976) definem como custos de agência todos os custos envolvidos nas estruturas contratuais (formais e informais).

Os problemas de agência, segundo os mesmos autores, surgem devido à impossibilidade de controlar efetivamente as ações dos agentes que podem influenciar tanto o

próprio bem-estar como o dos outros. Eles observaram as implicações das decisões dos gerentes para a renda dos acionistas e buscaram explicar como os custos de agência podem ser minimizados, alinhando os interesses dos gerentes com os dos acionistas. Jensen e Meckling (1976) também constataram o incentivo que os acionistas têm para escolher projetos de alto risco que venham a espoliar os interesses dos credores e afirmaram que os débitos conversíveis podem ser usados para mitigar essa transferência de risco. Sob condições normais, a mente dos gerentes é influenciada pelas compensações que lhes são oferecidas, assim como pela ameaça de demissão.

Outro item observado nessa teoria, segundo Brennan (1995), refere-se aos benefícios não financeiros, presumivelmente recebidos por aqueles que controlam a organização. Quanto mais significativos forem os benefícios não pecuniários dos controladores, maior será sua relutância em liquidar a firma, mesmo quando isso se mostrar socialmente interessante. Os benefícios não pecuniários dos controladores podem levá-los a continuar projetos, cuja liquidação seria socialmente eficiente.

Depois de MM, a estrutura de capital de uma empresa, segundo Myers (1984), segue uma ordem de importância (*Pecking Order*) em que a hierarquia de financiamento, começa com lucros retidos, passa pelo endividamento e chega à emissão de novas ações. Esta hierarquia é seguida visando, normalmente, à minimização do custo de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976), em uma estrutura de capital mista, existe a situação denominada assimetria informacional, em que os administradores de uma empresa detêm mais informações operacionais e perspectivas futuras do que os investidores.

Segundo Smith (1989) e Miller (2004), as pesquisas na área de finanças avançaram bastante, por exemplo, no que se relaciona à tomada de decisões das empresas. A partir de meados de 1960, as teorias e evidências das pesquisas em finanças por refletirem mais a realidade dos executivos auxiliam mais *in loco* os gerentes financeiros das empresas, como visto nas teorias anteriormente citadas. Provavelmente, a expansão nas pesquisas em finanças seguirá contínua e rápida e ainda oferecerá muitas soluções para os problemas enfrentados pelas empresas e por seus gerentes financeiros.

2.1.2 Orçamento de capital

Muitos fatores combinam-se para tornar a elaboração do orçamento de capital, talvez a função mais importante que o administrador financeiro deve realizar. Os resultados das decisões dos orçamentos continuam na empresa por algum tempo e isso pode reduzir sua flexibilidade. Conforme Brigham e Houston (1999, p. 376), “um erro de previsão pode ter conseqüências sérias para a empresa”. Para esses autores, orçamentos de capital eficazes podem trazer benefícios tanto nas oportunidades de aquisição de capital, quanto na qualidade dos ativos comprados. Segundo Stanley e Block (1984), foram desenvolvidas várias técnicas para que essas oportunidades possam ser avaliadas e selecionadas corretamente.

As técnicas de análise de orçamento de capital visam à seleção de projetos que aumentem a riqueza dos acionistas, pois eles permanentemente realizam novos projetos ou reinvestem em projetos em andamento. Segundo Gitman e Forrester (1977), a utilização das técnicas de análise de orçamento de capital é um processo que consiste em avaliar e selecionar

investimentos de longo prazo que sejam coerentes com o objetivo da empresa de maximizar a riqueza de seus proprietários. Stanley e Block (1984) e Graham e Harvey (2001), em suas pesquisas com executivos financeiros sobre as técnicas de orçamento de capital mais utilizadas, observaram que o período de recuperação, a taxa interna de retorno e o valor presente líquido estão entre as mais freqüentes.

O período de recuperação (*payback*), segundo Brigham e Houston (1999), consiste no tempo necessário para a empresa recuperar o capital inicial investido em um projeto, a partir das entradas de caixa. O critério de decisão é simplificado, pois, a partir do estabelecimento de um período mínimo aceitável, compara-se o encontrado com o considerado aceitável. O Quadro 1 elenca as principais vantagens e desvantagens deste método.

Vantagens	Desvantagens
Técnica muito simples e intuitiva	Não considera o valor do dinheiro no tempo
Considera os fluxos de caixa ao invés dos dados contábeis	Determinação subjetiva de qual é o período mínimo de tempo aceitável
Leva em certa consideração a época de ocorrência dos fluxos de caixa	Desconsideração dos fluxos de caixa depois do 'ponto de equilíbrio' do projeto
Podem ser visto como uma medida de risco do projeto. Projetos com <i>payback</i> menor são menos arriscados	
Idéia de liquidez do projeto	

Quadro 1: Vantagens e desvantagens do *payback*

Fonte: Adaptado de Gitman (1997) e Brigham e Houston (1999)

Conforme Sangster (1993) e Saul (1999), uma variação desse método, que visa à minimização das desvantagens apresentadas no Quadro 1, é o *payback* descontado. Esta variação da técnica utiliza, em seus cálculos e análise, os fluxos de caixa descontados.

Em segundo, encontra-se a taxa interna de retorno (TIR) que, conforme Gitman (1997) e Brigham e Houston (1999), é a taxa de retorno de um projeto que mostra a igualdade entre o valor presente das entradas de caixa e o investimento inicial deste, isto é, é a taxa que iguala o VPL de um projeto a zero.

Então, fazendo $VPL = 0$, e $k = TIR$:

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + TIR)^t} - II \quad (1)$$

onde:

- FC_t é o fluxo de caixa operacional líquido, no instante t ;
- II é o valor do investimento inicial do projeto.

Se a TIR for maior que a taxa mínima de atratividade, aceita-se o projeto, pois isto significa que seu retorno aumentará o valor da empresa, visto que a taxa de retorno encontrada é maior que o custo do capital investido. Se a TIR for menor que a taxa mínima de atratividade (custo de capital, custo de oportunidade), rejeita-se o projeto, pois ele destruirá o valor da empresa. A TIR apresenta algumas desvantagens, por considerar seus reinvestimentos à própria taxa e, quando os fluxos de caixa não forem convencionais, haverá múltiplos resultados.

O método do valor presente líquido (VPL), como terceira opção, é obtido pela diferença entre o valor presente dos fluxos de caixa operacionais, descontando-se a taxa do custo de capital e o investimento inicial. O VPL é a única técnica de orçamento de capital que sempre é consistente com a maximização da riqueza dos acionistas, segundo Copeland e Weston (1988). O VPL é a técnica de análise de orçamento de capital mais sofisticada, segundo Stanley e Block (1984) e também a mais recomendada pela literatura atual. O VPL possui como regra somente aceitar os investimentos que possuem o VPL positivo. Para o cálculo do VPL, usa-se a seguinte fórmula:

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+k)^t} - II \quad (2)$$

onde:

- FC_t é o fluxo de caixa operacional líquido, no instante t ;
- k é a taxa de desconto (Custo de Capital da empresa), também chamado custo de oportunidade;
- II é o valor do investimento inicial do projeto.

Se o VPL for maior que zero, aceita-se o projeto, pois este aumentará o valor da empresa, isto é, maximizará a riqueza de seus proprietários. O caso contrário também se aplica: se o VPL for negativo, não se aceita o projeto, pois destruirá a riqueza dos acionistas. Conforme McConnell e Muscarella (1985), quando uma nova informação relevante que afete o fluxo de caixa futuro da empresa torna-se publicamente disponível, o mercado ajusta imediatamente o preço da ação para capitalizar o valor positivo incremental do VPL associado ao conteúdo da nova informação.

Numa comparação entre a TIR e o VPL, segundo Gitman (1997) e Brigham e Houston (1999), sempre que os fluxos de caixa forem convencionais, utilizar o critério da TIR ou do VPL conduz à mesma decisão de aceitar ou rejeitar um projeto, no entanto suas classificações (quanto à preferência) podem ser diferentes, o que é prejudicial para a empresa em situação de racionamento de capital ou em projetos mutuamente excludentes. A diferença básica entre essas duas técnicas, segundo os mesmos autores, está relacionada à taxa de reinvestimento. Na técnica do VPL, está implícito que os fluxos de caixa intermediários são reinvestidos à taxa do custo de capital; na técnica da TIR fica implícito que os reinvestimentos são realizados à própria TIR.

Segundo Stanley e Block (1984), Graham e Harvey (2001), existem outras ferramentas também utilizadas pelos executivos para a análise dos projetos de investimentos, mas não com tanta frequência. Entre as demais técnicas e/ou critérios para avaliação dos investimentos, Gitman e Forrester (1977) evidenciaram a utilização do índice de lucratividade; Stanley e Block (1984), Sangster (1993) e Epps e Mitchem (1994), a taxa de retorno contábil; Poterba e Summers (1995), a taxa mínima de atratividade; Saul (1999), o *payback* descontado; Fensterseifer, Galesne e Ziegelmann (1987), a urgência do projeto; Graham e Harvey (2001), a análise de sensibilidade, a simulação e o índice preço/lucro.

Em relação à evidenciação de Gitman e Forrester (1977), o índice de lucratividade ou rentabilidade, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (1995) e Gitman (1997), consiste na razão entre o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, após o investimento inicial, e o capital inicial de uma aplicação. A cada instante considerado, fornece a razão entre o retorno do investimento e o capital inicialmente empregado.

Seguindo a ordem apresentada anteriormente, em relação à taxa de retorno contábil evidenciada nas pesquisas de Stanley e Block (1984), Sangster (1993) e Epps e Mitchem (1994), os autores Ross, Westerfield e Jaffe (1995) a definem como o quociente entre o lucro do projeto (depois do IR e da depreciação) e o valor contábil do investimento por toda a sua vida útil. A deficiência desta técnica encontra-se na utilização de dados como lucro líquido e valor contábil do investimento para a determinação de sua viabilidade, ao invés de utilizar os fluxos de caixa, como o VPL. Este método não considera a distribuição dos fluxos ao longo do tempo, o que pode tornar o investimento menos atraente. Assim como o *payback*, ele requer a escolha arbitrária de uma data-limite e não oferece qualquer orientação em relação à taxa de retorno desejada.

As técnicas de análise de sensibilidade e de análise de cenário, segundo Bodie e Merton (1999), são abordagens comportamentais que utilizam diversos valores possíveis para uma determinada variável com o intuito de avaliar o impacto desta variável (ex.: entradas de caixa) no retorno da empresa, calculando-se o VPL. Consiste em testar se o projeto será viável, mesmo que algumas variáveis fundamentais acabem proporcionando valores diferentes daqueles presumidos. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), deve-se fazer a análise MOP (provável, otimista e pessimista), pois o gestor assim saberá quão sensível é um dado cálculo de VPL para possíveis alterações nas variáveis analisadas.

A técnica de simulação, observada nas empresas por Graham e Harvey (2001) e Brounen, Jong e Koedijk (2004), conforme Gitman (1997), também é uma abordagem comportamental, com a diferença que ela utiliza métodos estatísticos para a sua execução. Um administrador financeiro pode obter uma distribuição probabilística dos retornos de um projeto com base em um modelo matemático o repetindo inúmeras vezes. Com esse processo, determinam-se valores para cada uma das variáveis do modelo e, com isso, calcula-se o VPL. Algumas ferramentas, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), podem ser utilizadas nessa abordagem, como a teoria dos jogos e as árvores de decisão.

O índice Preço/Lucro (P/L), também observado nas empresas por Graham e Harvey – GH (2001) e Brounen, Jong e Koedijk – BJK (2004), é o quociente da divisão do preço de uma ação no mercado por seu lucro líquido anual. Conforme Assaf Neto (2000):

$$P/L = \frac{\text{Preço de mercado da ação}}{\text{Lucro por Ação (LPA)}} \quad (3)$$

Sendo o LPA:

$$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de Ações Emitidas}} \quad (4)$$

Para Assaf Neto (2000), pela simplicidade do cálculo, o P/L é um dos índices mais utilizados no processo de análise de ações. O P/L é o número de anos (exercícios) que se levaria, através do lucro gerado por uma empresa, para reaver o capital aplicado na compra de uma ação. Para tanto, torna-se necessário que se condicione essa interpretação à hipótese de que o lucro por ação se manterá constante e será distribuído todos os anos. O índice P/L está inversamente relacionado ao risco da ação, pois esta está diretamente relacionada à taxa de desconto.

Conforme Copeland e Antikarov (2002, p. 6), a abordagem de opções reais, também pesquisada nos estudos de GH (2001) e BJK (2004), “é o direito, mas não a obrigação, de empreender uma ação a um custo predeterminado que se denomina preço do exercício, por um período preestabelecido – a vida da opção”. Entre as técnicas de orçamento de capital, esta técnica e o índice de lucratividade foram as marcadas em menor frequência pelos entrevistados nas pesquisas de GH (2001) e BJK (2004).

Para a avaliação mais eficaz de um projeto de investimento, segundo Brealey e Myers (1998), deve-se levar em consideração outras variáveis não abordadas nos métodos anteriores, que podem afetar o desempenho de um projeto, como o risco cambial e o risco político. O risco cambial é o risco que a empresa tem de ocorrerem flutuações na taxa cambial entre moedas, isto é, o perigo de uma mudança repentina na taxa cambial, entre a moeda do

investidor e a moeda na qual o fluxo de caixa de um projeto é realizado, reduzir o valor de mercado do fluxo de caixa desse projeto. Conforme os autores, para evitar esse tipo de surpresa, os gestores podem fazer operações inversas (*hedging*), na mesma moeda, para assegurar o pagamento de seus compromissos no caso de uma variação cambial. A empresa que investir em uma unidade em outra região ou país deve prever o risco político, pois o governo deste país pode resolver romper com uma promessa ou um acordo depois de o investimento ter sido realizado. Depende do gestor financeiro estar apto para analisar esses diferentes fatores e tomar as decisões mais adequadas.

2.1.3 Custo de capital

Antes do advento das teorias que estabelecem a relação entre risco e rentabilidade, segundo Brealey e Myers (1998), alguns gestores calculavam a taxa de rentabilidade exigida pelos investidores (TIR) para os seus valores mobiliários e utilizavam esse custo de capital da empresa para atualizar os fluxos de caixa dos novos projetos. Ross, Westerfield e Jaffe (1995) corroboram essa definição ao afirmar que a taxa de retorno aplicada aos fluxos de caixa com risco denomina-se custo de capital.

Para avaliar um investimento da forma mais precisa possível, além das técnicas de análise de orçamento de capital, é necessário que a empresa conheça o custo de capital do investimento, para tomar uma decisão sobre ele. Segundo Gitman (1997), custo de capital (custo da tomada de dinheiro, custo de oportunidade) é a taxa de retorno que a empresa mantém nos projetos de investimentos, para que o valor de mercado de suas ações não

diminua e para que consiga atrair recursos necessários para si. Somando a esta idéia, Copeland, Koller e Murrin (2000) afirmam que os acionistas esperam ser recompensados através do custo de oportunidade de investir em um projeto específico, ao invés de optarem por outro projeto de mesmo risco.

Para o cálculo do Custo de Capital, segundo Camacho (2004), pode-se utilizar três modelos: *Dividend Growth Model* – DGM, *Capital Asset Pricing Model* – CAPM e a *Arbitrage Pricing Theory* – APT. O CAPM é o modelo dominante para o custo de capital de empresas reguladas e não reguladas, principalmente, em conjunto com o *Weighted Average Cost of Capital* - WACC.

Conforme Camacho (2004), o DGM baseia-se na análise dos fluxos de caixas futuros da empresa, de onde surge a maior dificuldade de aplicação desse método, pois o estabelecimento desses fluxos, bem como sua taxa de crescimento são arbitrários. Apesar de suportado pela matemática financeira, o DGM trata o risco apenas implicitamente e, por isso, tem sido cada vez menos utilizado.

Em avaliações sob condições de incerteza, conforme Brealey e Myers (1998, p. 213), “o Custo de Capital é a taxa mínima para as decisões de investimento” e depende de alguns fatores com relação aos riscos e taxas, como o risco de negócio (operacional) e o risco financeiro. O risco de negócio ou econômico é o risco que a empresa tem de não conseguir pagar seus custos operacionais, ou seja, é o risco sistemático (não diversificável, conforme Figura 1), caso todo o capital da empresa seja próprio. O risco das ações ordinárias de uma empresa, nesse caso, reflete o risco econômico dos ativos reais detidos pela empresa. Alguns fatores, como setor e porte da empresa, podem influenciá-lo. Em geral, quanto maior a

alavancagem operacional da empresa – custos operacionais fixos – maior será o risco operacional. Embora a alavancagem operacional seja um fator importante que afeta o risco operacional, dois outros fatores – estabilidade da receita e de custos – também o afetam.

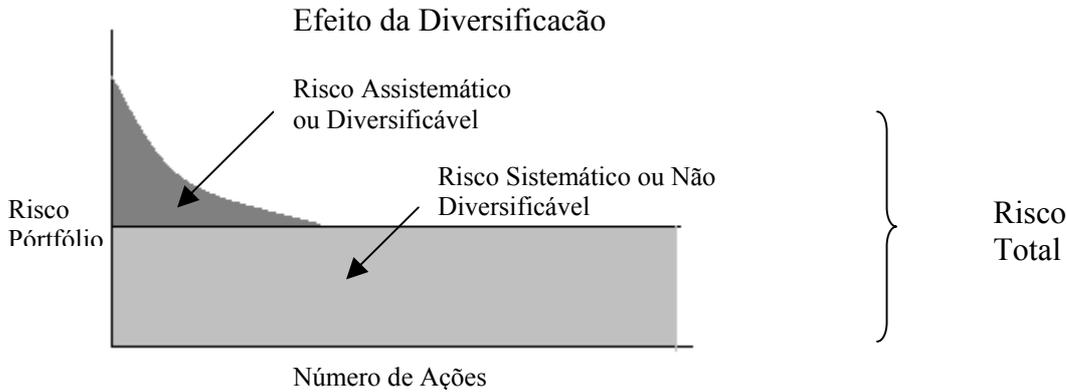


Figura 1: Risco sistemático e não-sistemático
 Fonte: Assaf Neto (2000, p. 260)

O risco sistemático não pode ser eliminado, conforme Assaf Neto (2000), mas o risco não-sistemático pode (Figura 1). Ele está relacionado com as características básicas do título e do mercado de negociação. O risco financeiro é o risco que a empresa tem de não conseguir pagar suas obrigações financeiras (juros, dividendos, etc.); é um risco adicional. A consequência máxima pelo não-cumprimento dos compromissos financeiros é a falência. Quanto mais uma empresa tiver de financiamento com custo fixo – empréstimos e ações preferenciais (não no Brasil) – em sua estrutura de capital, maior serão sua alavancagem e seu risco financeiro. O risco total da empresa (operacional e financeiro combinados) determina a probabilidade de falir. Segundo os autores, a alavancagem, aparentemente, não afeta o risco nem o retorno da empresa, mas desperta nos acionistas o desejo por uma rentabilidade também mais elevada. O risco total de qualquer ativo é mensurado da seguinte forma:

$$\text{Risco Total} = \text{Risco Sistemático} + \text{Risco Não-Sistemático} \quad (5)$$

O risco de um ativo é medido através de suas medidas de dispersão. Quanto maior a dispersão dos valores em relação à média da distribuição, maior o risco, conforme retrata a Figura 2.

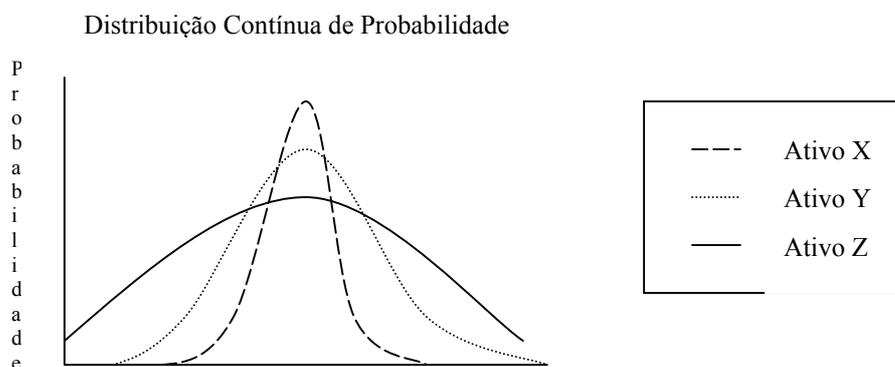


Figura 2: Níveis de risco
Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2000, p. 248)

A Figura 2 mostra que a dispersão do ativo Z é superior à dos ativos Y e X, indicando a de maior risco. Por apresentar menor risco e maior retorno esperado, os títulos X e Y são preferíveis ao Z. Igual raciocínio pode ser utilizado na comparação entre os títulos X e Y. Através do cálculo do desvio padrão dos títulos, pode-se também constatar isso matematicamente.

O custo de capital da empresa, segundo Gitman (1997), é influenciado igualmente pelo tipo de capital, isto é, pela estrutura de capital que a organização utiliza nos seus investimentos. O capital pode ser de terceiros, caso em que os juros, os prazos e as garantias terão grande influência sobre seu custo, ou pode ser próprio, situação na qual o risco é maior do que o de terceiros e, portanto, o seu custo também é maior. Na realidade brasileira, isso também é verdadeiro, a não ser nos casos em que o custo de capital de terceiros é subsidiado pelo BNDES. Para o cálculo do custo de capital próprio, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), deve-se levar em consideração que sempre que uma empresa dispõe de recursos

excedentes, ela pode distribuí-los como dividendos ou reinvesti-los. As fontes desses recursos de longo prazo estão evidenciadas no balanço patrimonial, nos empréstimos de longo prazo, no patrimônio líquido, nas ações preferenciais e ordinárias, nos lucros retidos. Essas fontes podem ser próprias ou de terceiros, conforme ilustra a Figura 3.

Balanço Patrimonial	
Ativos	Passivos Circulantes
	Empréstimos a Longo Prazo
	Patrimônio Líquido
	Ações Preferenciais
	Ações Ordinárias
	Lucros Retidos

} Fontes de recursos a longo prazo

Figura 3: Fontes de longo prazo
Fonte: Gitman (1997, p. 385)

As quatro fontes básicas de recursos de longo prazo, conforme mostra a Figura 3, têm seu custo específico, sendo ele o custo líquido² da obtenção hoje de determinado recurso. O custo da dívida de longo prazo pode ser calculado através da TIR, antes do Imposto de Renda – IR, ou definido pelo montante do custo hoje, após o IR, para a empresa conseguir os recursos de longo prazo através de títulos de dívidas. Para o cálculo desse Custo de Capital, segundo Gitman (1997), pode-se usar a seguinte fórmula:

$$k_j = r_j + bp + fp \quad , \quad (6)$$

onde

k_j – custo específico de vários financiamentos a longo prazo;
 r_j – custo livre de risco de um dado tipo de financiamento j ;
 bp – prêmio de risco de negócio;
 fp – prêmio de risco financeiro.

Complementarmente à fórmula anterior, deduzindo-se o IR, segundo Gitman (1997), tem-se:

$$k_i = kd \times (1 - T) \quad (7)$$

onde

k_j – custo do empréstimo após IR;
 kd – custo antes do IR;
 T – alíquota de IR.

Segundo Gitman (1997) e Brealey e Myers (1998), existem outras formas específicas para o cálculo do custo de capital próprio, de ações preferenciais, de ações ordinárias e de lucros retidos. Um título ou um conjunto de ativos financeiros, além das variáveis apresentadas nas fórmulas matemáticas anteriores, segundo Braga (1995), possuem também um risco diversificável e um outro não-diversificável. O risco diversificável ou não-sistemático é representado pela parcela de risco dos ativos que pode ser eliminada através da diversificação. Ele decorre de eventos que afetam a empresa de maneira específica, tais como greves, incêndios e ações judiciais. O risco não-diversificável ou sistemático decorre de fatores que afetam todas as empresas, tais como inflação, planos econômicos e incidentes internacionais.

Para a determinação do custo das ações preferenciais³, pode-se usar a seguinte fórmula, conforme Copeland, Koller e Murrin (2000):

$$k_p = \frac{Div}{P} \quad , \text{ onde} \quad (8)$$

k_p – custo das ações preferenciais;
 Div – dividendos prometidos sobre as ações preferenciais;
 P – preço de mercado das ações preferenciais.

² Descontado o Imposto de Renda.

³ Somente nos Estados Unidos.

Caso não exista preço de mercado das ações preferenciais, rendimentos de emissões semelhantes podem ser utilizados como estimativas. Para o cálculo do custo do capital próprio, sugere-se a utilização do CAPM ou do APT.

Segundo Brealey e Myers (1998), o modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), baseado na abordagem da média variância, desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), inspirados em Markowitz (1952), é o mais utilizado pelas grandes empresas. Esse modelo determina o custo de capital próprio, pois parte do pressuposto de que a taxa de rentabilidade esperada dos ativos com risco está linearmente ligada a dois fatores comuns: à taxa livre de risco e à taxa de retorno esperada da carteira de mercado. Ele pode ser assim expresso:

$$E(R_i) = rf + \beta[E(R_m) - rf] \quad (9)$$

onde

$E(R_i)$ – retorno esperado do ativo;
 rf - taxa livre de risco;
 $[E(R_m) - rf]$ – prêmio pelo risco de mercado;
 β - beta da empresa⁴.

Conforme Camacho (2004), a taxa livre de risco é o retorno de um ativo com risco de *default* igual a zero. O retorno esperado de um ativo é igual à soma da taxa livre de risco e de um prêmio pelo risco. O prêmio pelo risco será igual ao produto do coeficiente de risco sistemático (β) do ativo pela diferença entre o retorno esperado do mercado em relação à taxa livre de risco. O *beta* reflete os diversos tipos de risco do negócio e o risco financeiro. O risco

⁴ O cálculo do beta se dá pela razão entre a covariância entre o retorno do ativo e o retorno do mercado e a variância do mercado.

do negócio/operacional é o risco que não pode ser eliminado com a diversificação. O risco financeiro é o risco adicional pelo uso de capital de terceiros.

O modelo do APT, proposto por Ross (1976, 1977), é uma visão alternativa da relação risco e retorno do CAPM. Foi desenvolvido a partir da determinação dos coeficientes de sensibilidade de cada um dos fatores de risco em relação ao ativo em questão, também denominados betas. A partir do conhecimento dos betas, é possível determinar parte do retorno total do ativo. O modelo não evidencia quantos e quais são os fatores de risco. Este pode ser representado na seguinte equação:

$$E(R_i) = E_i + \beta_{1i}F_1 + \beta_{2i}F_2 + \dots + \beta_{ki}F_k + \varepsilon_i \quad (10)$$

onde

$E(R_i)$ – taxa de retorno aleatória do ativo;

E_i – taxa de retorno esperada do ativo;

β - coeficiente de sensibilidade de R_i às mudanças inesperadas do fator F_k ;

F_n – fator de média zero, comum a todos os ativos e independente dos demais fatores;

ε_t – termo de erro randômico de média zero.

Segundo Ross (1977), o retorno dos ativos é formado a partir de uma relação linear com os coeficientes de sensibilidade dos fatores, o prêmio de risco de um ativo é constituído pela soma ponderada dos prêmios de risco de cada fator, utilizando-se como pesos os coeficientes betas de cada ativo. A idéia central na qual está baseada a APT, segundo Ross (1976), é que a volatilidade do retorno dos ativos está relacionada a inúmeros fatores que atuam no mercado. Desses fatores, escolhe-se, de forma arbitrária, aqueles considerados fontes de risco relevantes para os ativos.

Para Camacho (2004), o raciocínio do APT é similar ao do CAPM, porém o APT permite a inclusão de mais variáveis explicativas. A desvantagem desse método surge justamente na escolha dessas variáveis explicativas a mais, pois não surgem de nenhum modelo teórico. Apesar de a idéia teórica correlacionar o retorno da ação com outros fatores, além do prêmio de risco do mercado, ele aumenta a ocorrência de ausência de frequência na observação dos dados. Não foi comprovado que esse método é melhor que o CAPM.

O WACC (custo médio ponderado de capital) é a taxa utilizada para descontar o valor do dinheiro no tempo, convertendo o fluxo de caixa futuro em valor presente para os investidores. Para o cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC), segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), a empresa precisa considerar a média ponderada dos custos marginais de todas as fontes de capital (dívidas e ações); calcular a estimativa do custo depois do IR; utilizar taxas de retorno nominais provenientes de taxas de juros reais e da inflação esperada; levar em conta o risco sistemático assumido pelos investidores; ponderar o custo de cada fonte de capital baseado em valores de mercado; prever uma possível variação ao longo do período para os fluxos de caixa. Para o cálculo do WACC, depois dos impostos, usa-se:

$$WACC = k_b(1 - T_c)\frac{B}{V} + k_p\frac{P}{V} + k_s\frac{S}{V}, \text{ onde} \quad (11)$$

k_b – retorno esperado antes dos impostos sobre a dívida não resgatável e não conversível;

T_c – alíquota marginal de impostos da entidade avaliada;

B – valor de mercado da dívida financeira;

V – valor de mercado da entidade avaliada ($V = B + P + S$);

k_p – Custo de Capital das ações preferenciais depois dos impostos;

P – valor de mercado das ações preferenciais;

k_s – custo de oportunidade das ações;

S – valor de mercado das ações.

Nessa fórmula, conforme Copeland, Koller e Murrin (2000), estão incluídas ponderação sobre capital de terceiros (k_j); ações preferenciais (k_p); ações ordinárias (k_s). Para o cálculo da taxa de desconto, é necessário determinar a ponderação para a estrutura de capital; estimar o custo das dívidas e o custo das ações. Para a ponderação da estrutura de capital, deve-se fazer uma estimativa com base nos valores de mercado, comparar com outras empresas semelhantes e analisar a estratégia de financiamento da empresa e sua implicação na estrutura de capital. Para a estimativa do custo das dívidas, que não apresentam características explícitas de capital acionário, pode-se usar análise de fluxo de caixa descontado para estimar a taxa de retorno e o valor de mercado da dívida. O mais recomendado pela literatura para estimar o custo do capital acionário é a utilização do CAPM ou do APT.

Uma outra proposta de determinação do custo de capital, conforme Matos e Moura (2002), baseia-se na análise hierárquica. Esta visa identificar e incorporar fatores de risco relevantes para a empresa, incluindo variáveis qualitativas e quantitativas. Este modelo permite verificar a contribuição de cada fator⁵ na formação do prêmio de risco da empresa. Permite, pois, ao gestor identificar as áreas problemáticas do seu negócio.

2.1.4 Estrutura de capital

O fluxo de caixa, gerado pela operação dos ativos da empresa, é um dos recursos disponíveis para os gestores. Os ativos podem ser financiados por títulos e papéis, como ações ordinárias, ações preferenciais, debêntures, *warrants*, *swaps*, *leasing*, empréstimos e

⁵ Neste estudo, foram analisados os fatores sistemáticos, operacionais, financeiros, estratégicos, de recursos humanos e administrativos. Esses fatores foram subdivididos em subfatores.

financiamentos. Esses mecanismos de financiamento dos ativos de uma empresa podem ser combinados de diversas maneiras (proporções) dentro da empresa. Segundo Sirihal e Melo (2000), a composição do financiamento do ativo denomina-se estrutura de capital.

A estrutura de capital é uma das áreas mais complexas da tomada de decisão financeira. Ela é determinada pela junção do endividamento de longo prazo com o capital próprio que uma empresa utiliza para financiar suas operações. Decisões inadequadas na composição da estrutura de capital podem resultar em elevado custo para a empresa e em maior dificuldade de ela encontrar investimentos aceitáveis. A estrutura ótima de capital da empresa resulta do equilíbrio entre custos e benefícios dos empréstimos, para minimizar seu custo médio ponderado de capital., Segundo Brealey e Myers (1998), para atingir o objetivo da empresa, ou seja, a maximização de seu valor, que também é a melhor opção para seus acionistas, o administrador financeiro deve ser capaz de avaliar a estrutura de capital da empresa e entender seu relacionamento com o risco, o retorno e o valor. Conforme Gitman (1997):

- capital de terceiros é todo empréstimo obtido pela empresa. Seu custo relativamente baixo deve-se ao fato de os credores terem prioridade, sobre qualquer parte interessada, nos lucros ou ativos existentes para pagamentos; exercerem maior pressão que os acionistas, e ser o pagamento de juros tratado como despesas dedutíveis para fins de Imposto de Renda (IR). Pode ser conseguido através de um empréstimo bancário ou da emissão de títulos conversíveis (debêntures) ou simples;
- capital próprio são os fundos de longo prazo fornecidos pelos acionistas (podem ser lucros retidos, ações e aportes dos acionistas).

Usualmente, a distinção entre capital próprio e de terceiros fica restrita a ações ordinárias e a títulos de dívidas, respectivamente. Essas diferenças, no entanto, vão além disso, conforme observa-se no Quadro 2, que mostra uma comparação entre os dois títulos.

Características	Capital de terceiros	Capital Próprio
Controle	Não	Sim (decisão e poder)
Direitos sobre lucros e ativos	Prioritário ao capital próprio	Subordinado ao capital de terceiros
Prazo de Vencimento	Declarado	Nenhum
Tratamento Tributário⁶	Dedução de Juros	Sem dedução
Fluxos de Caixa	Fixos	Residuais

Quadro 2: Comparação entre capital de terceiros e capital próprio
Fonte: Adaptado de Gitman (1997) e Damodaran (1997)

Além das diferenças apresentadas no Quadro 2, a estrutura de capital, baseada na teoria econômica da concorrência perfeita, conforme Sirihal e Melo (2000), pressupõe a existência de um mercado de capitais perfeito, no qual os investidores sempre agem racionalmente e possuem expectativas homogêneas sobre os lucros futuros das empresas; não se espera que os lucros tenham crescimento a longo prazo; as empresas não retêm lucro e o distribuem todo sob forma de dividendos.

Conforme Sirihal e Melo (2000, p. 3), há duas correntes sobre estrutura de capital: uma baseada na visão tradicional “em que a Estrutura de Capital ótima existe e é um balanço dos custos e benefícios do endividamento”, outra, a proposição I de Modigliani e Miller (1958), sem impostos, em que os autores mostram que não existe diferença entre utilizar capital de terceiros ou capital próprio. Rodrigues Jr. e Melo (1999) representam a proposição I, sem impostos, da seguinte maneira:

$$V_i = V_u \quad (12)$$

⁶ Lançado como despesa para fins do IR.

onde,

V_i – valor da empresa quando a mesma utiliza tanto capital próprio como de terceiros;

V_u – valor da empresa quando utiliza somente capital próprio.

O valor da empresa sem capital de terceiros é igual ao da empresa com capital de terceiros. Em relação à estrutura ótima de capital, Sirihal e Melo (2000) afirmam que os estudos nesta área convergem para a existência de um ponto na estrutura de capital que maximiza o valor da empresa. Essa maximização é possível em função do ganho de valor para a empresa, conseguido através do endividamento. O Quadro 3 mostra o *trade-off* entre os benefícios desses ganhos e as perdas a eles associadas.

Vantagens do Endividamento	Desvantagens do Endividamento
Benefício Fiscal	Custo de Falência
As despesas de juros são fiscalmente dedutíveis. Quanto maior a taxa de imposto maior o benefício.	Quanto maior o endividamento, maior o fluxo de juros a pagar, maior o risco de falência, maior o custo das dívidas.
Disciplina	Custo de Agência
Quanto maior a separação entre gerentes e acionistas, maior o benefício do endividamento.	Custos de monitoramento e custos de oportunidade por causa de cláusulas restritivas. Menor a flexibilidade.
	Perda de Flexibilidade

Quadro 3: Vantagens e desvantagens do endividamento

Fonte: Sirihal e Melo (2000, p. 04)

Na proposição II, Modigliani e Miller (1958) não consideram o custo de falência e os custos de agência (desvantagens do endividamento – Quadro 3), relacionados ao excesso de alavancagem da empresa. O risco e o retomo esperados do capital próprio pelos acionistas estão diretamente relacionados ao montante do endividamento da empresa, pois o risco de capital próprio eleva-se com o endividamento. Logo, o aumento do retorno esperado pode ser considerado uma compensação pelo aumento do risco. Rodrigues Jr. e Melo (1999) representam a proposição II, sem impostos, da seguinte maneira:

$$r_s = r_o + \frac{B}{S}(r_o - r_b) \quad (13)$$

onde

r_s – Custo de capital próprio

r_o – Custo de Capital de uma empresa sem capital de terceiros;

r_b – taxa de retorno (custo)do capital de terceiros.

B/S – Nível de endividamento

A taxa de retorno (ou Custo de Capital próprio, r_s) varia de acordo com o nível de endividamento (B/S). Nessa proposição, MM ainda demonstram que o custo médio ponderado de capital de uma empresa é independente do seu grau de endividamento num cenário em que não existem impostos.

MM evidenciaram também que, se as empresas com capital de terceiros estiverem superavaliadas, haverá oportunidade de arbitragem, pois os investidores racionais poderão comprar ações das empresas que não usam capitais de terceiros com recursos obtidos no mercado de crédito. Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995), com este tipo de alavancagem local, os investidores serão capazes de reproduzir os efeitos do endividamento empresarial em suas próprias contas. Assim, nenhum dos dois cria valor para a empresa. Se isso não fosse verdade no ambiente observado, isto é, se a taxa de juros dos empréstimos fosse mais elevada para os investidores do que para as empresas, as empresas criariam valor e os investidores não.

Os resultados de MM, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), indicam que os administradores de uma empresa não são capazes de alterar o seu valor, reorganizando a composição do seu financiamento. Para MM, o custo total do capital da empresa não pode ser

minimizado com a troca do capital próprio pelo capital de terceiros, embora o capital de terceiros pareça ser mais barato. À medida que a empresa aumenta o nível de capital de terceiros, eleva-se o risco e o custo do seu capital próprio. Com o aumento do risco do capital próprio, há uma compensação com a vantagem obtida decorrente do aumento do capital de terceiros. Em suma, MM alegam que os dois efeitos se compensam, de modo que o valor da empresa e o custo total do capital ficam insensíveis ao grau de endividamento.

Segundo Abreu (2002), a dedutibilidade das despesas com juros aumenta o valor da empresa em função do seu endividamento, tanto na realidade brasileira, como na norte-americana. Na realidade brasileira, se o juro sobre capital próprio - JSC - fosse dedutível, o crescimento do valor da empresa seria menor com o endividamento.

Em uma versão revisada de seu modelo proposto, Modigliani e Miller (1963) reconhecem que o resultado para o acionista independe da estrutura de capital, exceto pela economia fiscal provocada pelo endividamento. O valor deve ser maximizado na estrutura de capital (proporção entre capital próprio e capital de terceiros) em que o pagamento de impostos seja menor. Essa vantagem fiscal na utilização do capital de terceiros é conhecida como benefício fiscal. Assim, se a razão entre capital de terceiros e capital próprio for aumentada, a empresa pode reduzir seus impostos e, conseqüentemente, aumentar seu valor total. Quando existe o benefício fiscal gerado pelo imposto, mas os custos de falência são mínimos, o valor da empresa torna-se uma função crescente do grau de endividamento. A Figura 4 mostra, de acordo com o modelo original revisado de MM, o comportamento das taxas de desconto do custo do capital, em função da estrutura de capital adotada.

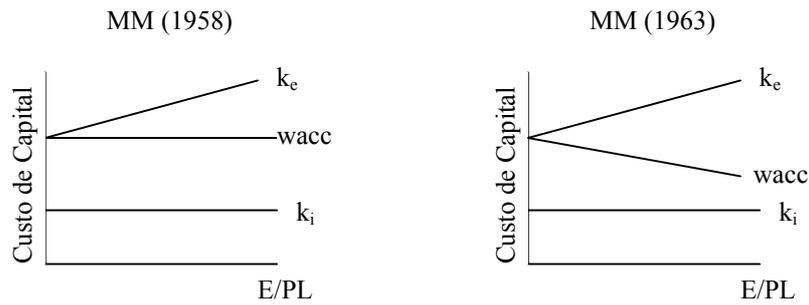
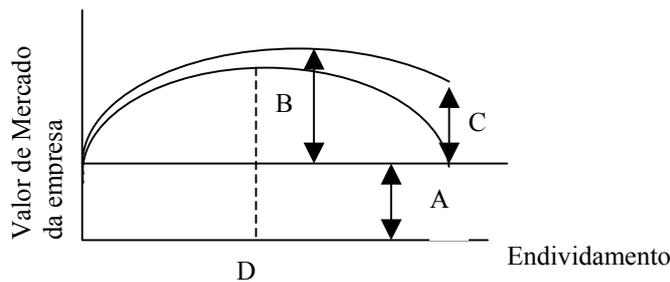


Figura 4: Modelos de MM
 Fonte: Modigliani e Miller (1958, 1963)

K_e – custo antes do IR
 K_i – custo do empréstimo após o IR

Segundo Miller (1977), os benefícios fiscais permitem à empresa deduzir os juros pagos sobre o empréstimo ao calcular o lucro tributável, reduzindo, desse modo, o montante dos lucros pagos em impostos, o que resulta em mais lucros disponíveis para os investidores (Figura 4). A dedutibilidade do imposto significa que o custo do empréstimo para a empresa é subsidiado pelo governo em relação ao curto prazo.

Muitas pesquisas examinaram os efeitos de hipóteses menos restritivas no relacionamento entre a estrutura de capital e o valor da empresa. O resultado teórico é uma estrutura ótima de capital, baseada no balanceamento entre os benefícios fiscais e os custos do endividamento. O maior benefício do empréstimo (GRAHAM e HARVEY, 2001) é a proteção fiscal dada pelo governo (benefício fiscal), que permite que os pagamentos de juros sejam deduzidos no cálculo do imposto a pagar. O custo do empréstimo resulta do aumento da probabilidade de falência causada pelos compromissos financeiros assumidos; dos custos de agência dos credores pelo monitoramento e controle das atividades da empresa; dos custos associados com administradores que detêm maiores informações sobre as perspectivas da empresa do que os investidores. Essa situação pode ser visualizada na Figura 5.



- A – Valor da empresa se financiada somente por capital próprio;
- B - Benefício fiscal;
- C – Custos das tensões financeiras;
- D – Ponto ótimo de endividamento.

Figura 5: Custo de falência
 Fonte: Brealey e Myers (1998, p. 485)

A probabilidade de falência, segundo Kraus e Litzenger (1973), produz a teoria ótima da estrutura de capital entre os benefícios fiscais e os custos de falência (Figura 5) O uso de capital de terceiros exerce algumas pressões sobre a empresa, pois os pagamentos de juros e a amortização são obrigações suas. Se tais obrigações não forem cumpridas, a empresa corre o risco de alguma espécie de dificuldade financeira. A dificuldade máxima é chamada falência, situação na qual a propriedade dos ativos da empresa é legalmente transferida dos acionistas aos credores.

Os custos relacionados à falência podem ser diretos (ex.: advogados, auditores, contadores) ou indiretos (ex.: eventuais clientes que podem deixar de comprar). As dificuldades financeiras, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), podem reduzir a capacidade de operação, atrapalhar o relacionamento com clientes e fornecedores e, conseqüentemente, diminuir as vendas. Os custos indiretos de falência também estão associados ao risco operacional e financeiro.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) supõem que os investidores tenham aversão ao risco. Nesse caso, o custo de capital de terceiros é inferior ao custo de capital próprio, que se eleva com o grau de endividamento e, conseqüentemente, com a possibilidade de insolvência. A probabilidade de inadimplência de uma empresa faz com que os portadores dos títulos exijam um rendimento que compense esse risco. Esta tem uma relação inversa com o valor da empresa, pois os custos associados à falência produzem perda de valor para a empresa e podem tornar os dividendos menores, fazendo com que os acionistas paguem este custo.

Quando uma empresa utiliza capital de terceiros, segundo Harris e Haviv (1991), surgem conflitos de interesse entre acionistas e credores, por isso, os acionistas tendem a adotar estratégias egoístas. Esses conflitos de interesse, segundo Eisenhardt (1989), ampliam-se nos períodos de dificuldades financeiras e agregam custos de agência à empresa, que reduzem o seu valor de mercado como um todo. Conforme Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são uma análise positiva dos conflitos de interesse entre obrigacionistas, gerentes e acionistas, porque as decisões corporativas, algumas vezes, são egoístas.

Os administradores da empresa, segundo Harris e Haviv (1991), atuam como representantes dos interesses dos proprietários, os quais lhes concedem autoridade para gerir a empresa em seu benefício. O problema de agência estende-se ao relacionamento entre proprietários e credores, pois esses fornecem fundos à empresa, de acordo com suas expectativas para os dispêndios presentes e futuros da empresa e sua estrutura de capital (risco operacional e financeiro). Quando o credor fornece fundos para uma empresa, a taxa de juros cobrada baseia-se na estimativa do credor sobre o risco da empresa, pois o relacionamento credor/devedor depende da expectativa do credor quanto ao comportamento subsequente da empresa. Se não houver restrições, esse acordo cria incentivos para a firma aumentar seu

risco, sem aumentar os custos dos atuais empréstimos. Esses incentivos podem servir para assumir riscos elevados, pois as empresas próximas à falência às vezes assumem riscos maiores por saberem que estão trabalhando com o dinheiro dos outros.

Existe também o incentivo ao subinvestimento, pois os acionistas de uma empresa, cuja probabilidade de falência é elevada, freqüentemente constataam que novos investimentos ajudam os credores, às custas dos acionistas. Há, por fim, o incentivo de esvaziar a propriedade que consiste em pagar dividendos extraordinários ou fazer outros tipos de pagamento aos acionistas em situação de dificuldade financeira, deixando menos ativos na empresa para os credores.

Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (1995), em períodos de dificuldades financeiras, os acionistas tendem a escolher estratégias de investimento que reduzam suas obrigações. Alguns credores, como proteção, elevam a taxa de juros exigida nas obrigações. Como são os acionistas que pagarão essa taxa mais alta, eles acabarão pagando também os custos das estratégias egoístas. Os custos podem ser minimizados por um acordo entre acionistas e credores. Como os acionistas são obrigados a pagar taxas e a executar as cláusulas protetoras, devem reduzir os custos de falência, levando assim ao aumento do valor da empresa.

O fechamento de capital e/ou o aumento do capital de terceiros são maneiras de minimizar os custos de agência do capital próprio. Jensen (1986) constatou que o pagamento de juros de capital de terceiros diminui os fluxos de caixa excedentes que as empresas poderiam consumir com decisões que não agregariam valor (endividamento como disciplina dos executivos).

Um outro fator que pode afetar a escolha da estrutura ótima de capital, segundo Copeland e Weston (1988), é a assimetria informacional. Os diretores, na condição de *insiders*, possuem acesso exclusivo às informações sobre as expectativas dos fluxos de caixa futuros das empresas. A diferença de informação, pela qual os dirigentes possuem conhecimentos sobre a empresa, que não estão publicamente disponíveis, corresponde a uma assimetria informacional entre diretores e investidores. Nessa situação, devem existir incentivos para que as informações privilegiadas sejam divulgadas. Segundo Eisenhardt (1989), o uso de incentivos busca solucionar o problema do risco moral (*moral hazard*), ou seja, tenta fazer com que os diretores procurem exercer suas atividades de acordo com a preferência dos acionistas.

Pode-se, além disso, ter o problema de seleção adversa, em que os investidores, por não conhecerem tão bem quanto os gestores os fluxos de caixa da empresa, podem subavaliar suas ações. Para solucionar o problema de seleção adversa, os gestores procuram sinalizar para o mercado. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (1995), qualquer anúncio das empresas sobre decisões de investimento, financiamento e distribuição de dividendos, divulgado pelos gestores ao mercado, pode ser considerado como um sinal que transmite uma informação relevante. Espera-se, com isso, que haja uma reação no preço da ação e que este reflita a nova informação.

As proposições de MM e a sua aclimatação para a realidade americana impossibilitam a aplicação direta à realidade tributária brasileira, conforme Abreu (2002), principalmente devido à dedutibilidade dos JSCP da base de cálculo do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica-IRPJ e à isenção tributária dos dividendos recebidos. Para MM, segundo Abreu (2002), na ausência de tributação, seria indiferente o recebimento ou não de dividendos, porém, pelas

legislações norte-americana e brasileira, constatam-se os comportamentos, demonstrados no Quadro 4.

Legislação	Efeito sobre	
	Dividendos	Ganhos de Capital
Norte-Americana	Paga o imposto no ato do recebimento	Paga o imposto no futuro
Brasileira	Isentos de tributação	Paga o imposto no futuro

Quadro 4: Vantagens e desvantagens do endividamento
 Fonte: Adaptado de Abreu (2002)

Pelo apresentado no Quadro 4, fica evidente como a legislação tributária de um país pode afetar a preferência de um acionista pelo recebimento ou não de dividendos.

O porquê da escolha de certas fontes de financiamento, na estrutura de capital das empresas, é difícil de ser explicado. Myers (1984) apresentou fortes argumentos em relação a *pecking order*, sugerindo que as empresas sigam uma ordem de preferência na escolha das suas fontes de financiamento, sendo os lucros retidos a primeira, o endividamento a segunda, e a emissão de ações a terceira.

2.1.5 Governança corporativa

A abertura de capital das empresas, segundo Weston, Siu e Johnson (2001), forçou-as à regularização e à normatização dos direitos e deveres dos membros envolvidos, entre eles acionistas e funcionários. Essa abertura trouxe a possibilidade de se investir em diferentes empresas, possibilitando um *mix* maior de ações, diminuindo o risco.

A empresa moderna visa conseguir a melhor relação custo/benefício entre suas fontes de financiamento e seus projetos de investimento. O gestor é a peça que intermedeia essa negociação, pois dele depende o retorno sobre o capital da empresa (políticas de investimento) e a transparência com o mercado para obter o melhor custo de capital (políticas de financiamento), conforme a diagramação apresentada na Figura 6.

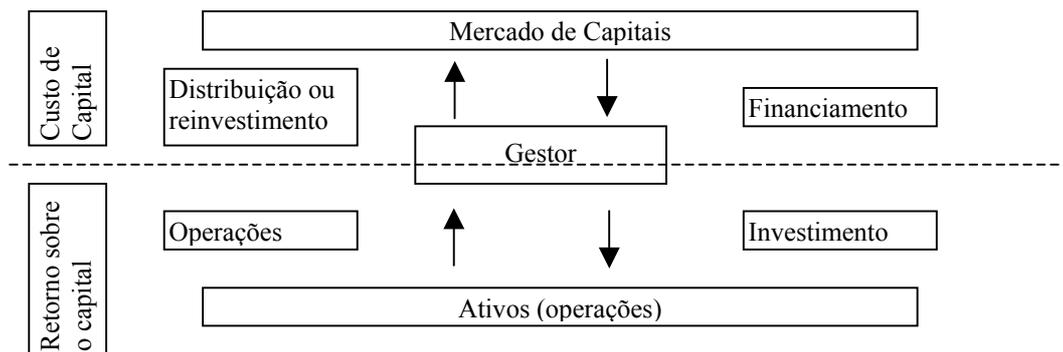


Figura 6: Relações da empresa moderna.
Fonte: Adaptado de Schiehl e André (2004)

Conforme a Figura 6, ao intermediar essa relação, o gestor fica com uma posição privilegiada em relação às informações e negociações da empresa, deixando o investidor inseguro em relação às decisões dos gestores. Com base nessa relação insegura, segundo Weston, Siu e Johnson (2001), algumas regras são estabelecidas entre os participantes da empresa com a intenção de diminuir os conflitos e os interesses individuais internos. Este processo é denominado Teoria da Agência. Para monitorar esses problemas, foram criadas as auditorias, os bônus e as limitações de poder pelos sistemas.

Segundo Jensen e Meckling (1976), os problemas de agência surgem quando as partes que cooperam entre si (acionista e administrador ou principal e agente) têm diferentes atitudes perante o risco. Corroborando essa idéia, Eisenhardt (1989) acrescenta que, se houver entre as partes diferentes objetivos e divisões de trabalho (em que o principal delega as tarefas ao

agente), esse problema agrava-se. Visando minimizá-lo, a governança corporativa surge como ferramenta da teoria da agência, buscando alinhar os objetivos do agente e do principal e reduzir os custos de monitoramento através das relações contratuais e maximizar o resultado da empresa (Figura 7).

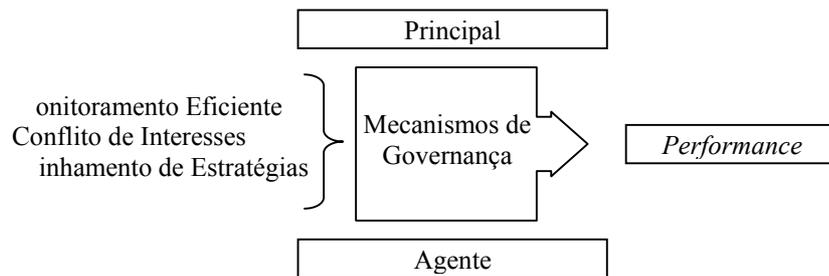


Figura 7: Representação da teoria da agência.
Fonte: Adaptado de Schiehl e André (2004)

O movimento pela governança corporativa, conforme Ribeiro Neto (2004), teve início em meados dos anos 1980, nos EUA, - nenhum acionista tinha uma parcela expressiva da empresa e o mercado aceitava as decisões das empresas sem questionar muito. Com a evolução desse cenário da economia e das políticas de mercado (Figura 7), aumentou o interesse dos investidores nos sistemas de governança. Segundo Weimer e Pape (1999), a falta de um modelo padrão de governança facilitou o surgimento de diferentes sistemas, mas a globalização está levando à convergência entre os sistemas de governança.

Os escândalos financeiros nos últimos anos, nos EUA - como os casos em que os gestores ganhavam bônus das empresas como complementação salarial; o caso Enron, no qual houve fraude; o caso Arthur Andersen, em que houve destruição de provas - despertaram a sociedade para a relevância do assunto governança corporativa, pois abalaram a confiança dos investidores. A essência desse tema baseia-se na solução dos conflitos de agência (conflitos

entre principal e agente), decorrentes da assimetria informacional, fazendo com que os interesses entre as partes relacionadas converjam e, assim, gerem mais valor para a empresa.

No Brasil, esse movimento iniciou em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, porém ainda não é um movimento consolidado. Buscando minimizar o problema, a BOVESPA criou o Novo Mercado, baseado nas boas práticas de governança corporativa e na transparência (IBGC, 2004), garantindo, assim, um ambiente confiável para a negociação das ações. Os investidores ficaram mais seguros e o preço das ações, mais justo. O modelo empresarial brasileiro caminha para uma nova estrutura, com participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário, foco na eficiência econômica e transparência na gestão. Lima e Terra (2005) discutem as características do Novo Mercado, dentre elas destacam-se a maior proteção aos direitos dos acionistas minoritários, a modificação na proporção máxima entre ações ordinárias e preferenciais e os mecanismos de arbitragem.

Segundo o IBGC (2004), governança corporativa é um conjunto de relações e ações entre administração da empresa, conselho, acionistas e outros envolvidos que visa à minimização dos conflitos e da assimetria informacional, com monitoramento constante, dando maior transparência e a igual importância aos interesses de todas as partes da empresa e. A boa governança visa maximizar o valor da empresa e assegurar o direito de todas as partes nela interessadas, diminuindo a assimetria informacional entre os que detêm a propriedade e os que detêm a gestão da empresa, pois, na maioria das vezes, os interesses são distintos (proprietários *versus* gestores). Lima (2004, p. 48) complementar a definição do

IBGC e assinala que a “Governança Corporativa está intrinsecamente ligada aos mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma organização”.

A estrutura de controle corporativo e de propriedade da empresa influencia diretamente a eficiência do mercado. Ela mostra o grau de diversificação de risco dos acionistas e também algum potencial problema de agência nas empresas. Poucos são os países que se caracterizam por uma propriedade difusa, conforme o proposto por Berle e Means (1932). Segundo Leal, Silva e Valadares (2002), isso ocorre, basicamente, em grandes corporações de países anglo-saxões, como os EUA. Países como França, Itália e Alemanha caracterizam-se por alta concentração de propriedade e controle.

Conforme Carvalho (2003), a maioria dos benefícios do mercado de capitais só é utilizada pelas empresas que têm liquidez nas suas ações. Uma venda/compra em grande volume pode alterar o preço da ação. As ações com baixa liquidez tendem a ter preço mais baixo (prêmio ao investidor pela baixa liquidez) o que diminui o interesse pela abertura de capital. O desenvolvimento da intermediação financeira do mercado de capitais (como mecanismo de financiamento para a empresa) depende do nível de proteção dos investidores minoritários. A presença dos minoritários facilita a liquidez do mercado, mas, para isso, é importante que seus direitos nas empresas estejam protegidos por regras adequadas, transparência das informações e efetivo cumprimento das leis (*enforcement*). Visto que a obtenção de informações têm um alto custo, existe o risco de um comportamento oportunista e inadequado de outros, afetando a percepção do mercado.

Conforme Carvalho (2003), as mudanças nos padrões de governança, , com o aumento do direito dos minoritários, reduzem o valor de controle das empresas e afetam os interesses

dos principais grupos econômicos. Para melhorar essa relação, as bolsas locais criam acordos próprios de melhores práticas de governança, às quais as empresas aderem para poderem negociar suas ações, este é o caso do Novo Mercado da BOVESPA ou empresa que está condicionada à emissão de ações ordinárias, entre outros pré-requisitos. A BOVESPA tem mais dois níveis de governança corporativa para empresas que não se enquadram no anterior : nível 1 e nível 2 .

Um estudo realizado por McKinsey (2000 *apud* Ribeiro Neto, 2004), revelou que os investidores estão dispostos a pagar mais por ações de empresas com boas práticas de governança corporativa, pois 75% deles consideraram a governança tão importante quanto o desempenho financeiro da empresa. O prêmio por boas práticas varia de 18% a 28% a mais no valor da ação. Em outro estudo, McKinsey (2002 *apud* Ribeiro Neto, 2004) concluiu que 71% dos investidores concordam que a transparência na contabilidade é essencial para a análise de uma empresa. Outros aspectos relevantes são conselhos de administração independentes e mais igualdade para os acionistas minoritários.

Nos resultados obtidos por Carvalho (2003), observa-se que o comprometimento das empresas com melhores práticas, devido à migração para os níveis 1, 2 e novo mercado, teve impacto positivo pela valorização dos preços das ações e pelo aumento do volume negociado. Após a migração, as ações apresentaram menor volatilidade e maior liquidez. Isso significa que o preço de cada ação passou a responder menos ao volume negociado. A migração não representou a adoção de novas práticas, só o compromisso explícito de segui-las, visto que muitos já as adotavam.

Alguns mecanismos de governança corporativa utilizados pelas empresas têm o objetivo de minimizar os conflitos internos de interesse e levar os agentes a alcançar os interesses dos acionistas. Para Coles, McWilliams e Sen (2001), o problema está na escolha do mecanismo de governança a ser usado, pois alguns deles podem impactar a *performance* das empresas. Elas podem usar vários mecanismos internos e externos para tentar alinhar os interesses dos agentes com os dos acionistas e, também, para monitorar o comportamento dos agentes. São mecanismos internos de controle os de monitoramento organizacional e os de alinhamento de incentivos dos principais executivos (*Chief Executive Officer* - CEOs) (COLES; MCWILLIAMS; SEN, 2001; SCHIEHLL; ANDRÉ, 2004; BYRD, PARRINO; PRITSCH, 1998) .

Entre os mecanismos de monitoramento organizacional, segundo Coles, McWilliams e Sen (2001), têm-se:

- estrutura do conselho de administração: firmas que separam a posição do CEO do presidente do conselho têm melhor *performance* do que aquelas que mantêm a mesma pessoa, pois os CEOs que são presidentes do conselho, têm muito poder e podem influenciar gerenciando as decisões em favor próprio, às custas dos demais interessados. Mesmo assim, a concentração de duas funções em uma só pessoa é muito comum nos EUA. Isso ocorre porque acredita-se que um conselho que tem alta proporção de *outsiders* contrabalança a relação de poder;
- composição do conselho de administração: empresas que têm alta proporção de conselheiros externos à empresa (*outsiders*) têm melhor *performance* do que as que têm alta concentração de conselheiros internos à empresa. A alta concentração de conselheiros externos faz com que o mercado perceba que as decisões são tomadas em favor dos *stakeholders*, devido à maior independência do conselho;

- participação acionária dos membros do conselho de administração: empresas que têm alta proporção de ações em poder do conselho de diretores têm melhor *performance* em relação aos que não a possuem, pois esses diretores têm um incentivo pessoal para controlar os gerentes.

Schiehll e André (2004), em estudo realizado no Canadá, não encontraram relação significativa entre conselheiros independentes e *performance* da empresa. O uso de *outsiders* pode ser ineficiente, pois estes gostam de pertencer a conselhos de empresas seguras, o que pode afetar a sua independência. Entre os mecanismos de alinhamento de incentivos dos CEOs, segundo Coles, McWilliams e Sen (2001), têm-se:

- empresas que relacionam a compensação dos CEOs com a criação de valor da firma têm melhor *performance* que as empresas que não o fazem, pois este alinhamento induz os gerentes ou CEOs à criação de valor da firma;
- se o CEO tiver uma participação acionária maior, a *performance* da firma também aumentará, pois quando ele não tem participação, o seu ganho está relacionado ao aumento de valor da empresa e não ao interesse dos acionistas. Com as ações, ele possui um benefício pessoal significativo, que faz com que os seus interesses convirjam para os interesses dos *shareholders*;
- se o tempo em que o CEO ocupa o cargo aumenta (é longo), a *performance* da empresa também aumenta, pois se o CEO é um bom administrador, ele retém sua posição por mais tempo.

Segundo Schiehll e André (2004), o desempenho das empresas está associado positivamente com a compensação dos executivos., Os autores evidenciam que, além dos

mecanismos internos de controle, são necessários também mecanismos externos.. Dentre estes, Schiehl e André (2004) e Byrd, Parrino e Pritsch (1998) apontam:

- presença de acionista controlador: os acionistas majoritários têm mais incentivos para monitorar o trabalho dos gestores do que os acionistas minoritários. Estes acionistas são, normalmente, famílias ou instituições (bancos, fundo de pensão e governo);
- mercado de trabalho: gestores eficientes tendem a ter mais oportunidades de carreira (como executivos de outras corporações ou membros de conselhos) e maiores compensações do que gestores ineficientes;
- mercado por controle corporativo: decisões que diminuem o valor das ações atraem a atenção de investidores, e estes poderão tentar um *takeover*. Esse tipo de controle é menos efetivo quando os gestores têm grandes quantidades de ações das empresas.

Segundo Schiehl e André (2004), a *performance* das empresas é afetada negativamente quando existe a presença de acionistas controladores. Core, Holthausen e Larcker (1999) relacionaram a *performance* da empresa com a remuneração dos executivos e verificaram que empresas com grandes problemas de agência pagam grandes compensações para seus executivos e têm *performance* pior que as demais do setor.

Nessa seção, detalharam-se as teorias relacionadas às políticas financeiras, focalizando os temas que participam do dia-a-dia do gestor. Na próxima seção, é abordado o mesmo assunto, mas de maneira inversa. Ao invés de descrever as teorias relacionadas ao dia-a-dia do gestor, ela mostra as *surveys* em finanças, que descrevem as práticas dos gestores em contraponto à teoria apresentada.

2.2 Prática Financeira: *Surveys* em Finanças

Esta subseção tem como finalidade apresentar estudos empíricos em finanças corporativas que utilizam questionários para a coleta de dados e que têm como público-alvo os CFOs ou os CEOs e como objetivo o estudo de uma das quatro dimensões abordadas nesta pesquisa.

A opção por fazer uma parte da revisão da literatura baseada em *surveys* prende-se ao aspecto prático das finanças corporativas e da comparabilidade. As *surveys* selecionadas referem-se a pesquisas feitas na América do Norte, Europa e Brasil, principalmente, sobre os temas estrutura de capital, custo de capital, orçamento de capital e governança corporativa.

2.2.1 América do Norte

Várias pesquisas foram realizadas na América do Norte, usando a metodologia do levantamento (*survey*). Algumas delas estão referidas no Quadro 5.

Autor	Amostra	% de Retorno	Método do questionário		Dimensões Exploradas ⁷
			Elaboração	Validação ⁸	
Gitman e Forrester (1977)	103	38.4	Elaborado pelos autores	Enviado para CFO	OC
Gitman e Mercúrio (1982)	87	25.7	Elaborado pelos autores	Enviado para CFO	CC
Stanley e Block (1984)	121	35.7	Elaborado pelos autores	Enviado para CFO	OC
Epps e Mitchem (1994)	111	27.8	Elaborado pelos autores	Foi feito um pré-teste com alguns CFOs da amostra	OC
					CC
Poterba e Summers (1995)	160	16	Elaborado pelos autores	Enviado para CEO	OC
					EC
Billingsley e Smith (1996)	88	36.2	Elaborado pelos autores	Enviado para CFO	CC
Bruner <i>et al.</i> (1998)	135	32	Elaborado pelos autores	Enviado para CFO	CC
Block (1999)	297	33.75	Elaborado pelos autores	O instrumento foi aplicado em três testes-piloto. Enviado para os membros do CFA ⁹ .	OC
					CC
Graham e Harvey (2001)	392	9	Elaborado pelos autores	O instrumento foi utilizado em amostras até chegar numa versão final. Enviado para CFO.	OC
					CC
					EC
Brav, Graham, Harvey e Michael (2005)	384	16	Elaborado pelos autores	O instrumento foi utilizado em amostras até chegar numa versão final. Enviado para CFO.	PD

Quadro 5: Pesquisas realizadas na América do Norte utilizando o método de *survey*.

A pesquisa que inspirou e/ou sugeriu este estudo foi realizada por Graham e Harvey (2001), conforme consta no Quadro 5. No total, 392 executivos financeiros dos Estados Unidos e do Canadá responderam o questionário (o instrumento foi enviado duas vezes, com intervalo de 13 dias entre um e outro, para 4.400 executivos financeiros). O questionário enviado pelos autores incluía os temas estrutura de capital, custo de capital e orçamento de

⁷ Para as dimensões estudadas, adotou-se ‘CC’ para custo de capital, ‘OC’ para orçamento de capital, ‘EC’ para estrutura de capital, ‘GC’ para governança corporativa e ‘PD’ para política de dividendos

⁸ Alguns pesquisadores enviaram seus questionários somente para CFO e outros apenas para CEO. Os que apresentaram um método de validação, estão descritos detalhadamente; entre os demais, somente para conhecimento dos leitores, foram distinguidos os que enviaram para CFO e os que enviaram para CEO.

⁹ *Chartered Financial Analyst*. Para mais informações, www.aimr.org.

capital. A pesquisa não excluiu nenhum setor da economia. Devido ao amplo escopo, foi possível um cruzamento de informações entre as áreas.

Conforme os autores, com o retorno dos questionários, verificou-se que 26% dos respondentes eram de pequenas empresas e 42% de grandes. Foi feita uma relação entre executivo, tamanho da empresa, taxa de P/L (preço/lucro), influência, *credit rating*, política de dividendos, controlador, idade, tempo, educação do CEO. O estudo tinha como objetivo desenvolver novas teorias e identificar quais as áreas recomendadas pela academia não estavam implementadas. Uma visão geral da pesquisa é apresentada no Quadro 6.

Em relação à	Tamanho ¹⁰	Constatação
Orçamento de Capital	Grande	fluxo de caixa descontado usando TIR ou VPL
	Pequena	Preferem aplicar o <i>Payback</i> .
Custo de Capital	Grande	Preferem CAPM.
	Pequena	Conforme instrução dos investidores
Estrutura de capital	Grande	Para ambas foi considerada importante. Seguem a teoria do <i>Pecking Order</i> .
	Pequena	Flexibilidade financeira e <i>credit rating</i> são os fatores mais importantes na avaliação.

Quadro 6: Visão geral da pesquisa nos Estados Unidos e Canadá

Fonte: Elaborado com base em Graham e Harvey (2001)

Ao detalhar cada dimensão explorada pelo artigo de Graham e Harvey (2001), conforme o Quadro 6, tem-se que, em relação às técnicas de orçamento de capital, o estudo evidenciou como as empresas norte-americanas avaliam seus projetos de investimento. Neste caso, observou-se que a maioria das empresas utiliza mais de um método, por isso, os percentuais do Quadro 7 não totalizam 100%.

¹⁰ O tamanho refere-se ao montante do volume de vendas das empresas. As grandes empresas possuem vendas acima de US\$ 100 milhões e as pequenas, abaixo.

Ordem ¹¹	Método	Constatação
1	TIR	Opção mais utilizada (75,6%)
2	VPL	Utilizado em empresas maiores com CFOs mais instruídos. (74,9%)
3	<i>Payback</i>	Método mais evidenciado em empresas menores; capital fechado e com CFOs mais velhos.

Quadro 7: Características gerais das técnicas de Orçamento de Capital constatadas por GH

Fonte: Elaborado com base em Graham e Harvey (2001)

O grande avanço do VPL, conforme mostra o Quadro 7, é algo interessante, visto que em estudos anteriores, a diferença entre a TIR e o VPL era sempre de 15% a 20%. Isso revela que as empresas, na avaliação dos seus projetos, estão utilizando mais os métodos recomendados pela teoria.. Algumas características das empresas foram constatadas, de acordo com o método utilizado, como apresentado no Quadro 8.

Método	Capital	Endividamento Alto	<i>Credit rating</i>	Tamanho	CEO			Dividendos
					Tempo	Idade	Instrução	
VPL e TIR	Aberto	Análise de Sensibilidade	Sim	Grande	Pouco	Novo	MBA	Pagam
<i>Payback</i>	Fechado			Pequena	Muito	Velho	S/ MBA	

Quadro 8: Características específicas das técnicas de Orçamento de Capital constatadas por GH

Fonte: Elaborado com base em Graham e Harvey (2001)

O Quadro 8 mostra um resumo dos resultados encontrados por Graham e Harvey (2001). Nele estão as relações significativas que predominaram em cada uma das análises dos autores. Os espaços em endividamento alto, *credit rating* e dividendos estão em branco, por não ter sido observada uma relação significativa com o *payback*. Ao método de orçamento de capital está associado o fato de a empresa ser de capital aberto ou fechado. Empresas com alto endividamento costumam utilizar a técnica de análise de sensibilidade, conjuntamente com o método de orçamento de capital. Empresas de capital aberto que pagam dividendos dão valor ao *credit rating*.

¹¹ Ordem de preferência das empresas norte-americanas que responderam o questionário.

Os resultados encontrados em outros estudos empíricos realizados na América do Norte, em relação aos percentuais utilizados de cada técnica de orçamento de capital pelas empresas,, constam da Tabela 1.

Tabela 1: Comparação entre os estudos sobre Orçamento de Capital

Autores	Método				
	TIR (%)	VPL (%)	Payback (%)	IL (%)	ARR (%)
Klammer*	(1959)	19		34	34
	(1964)	38		24	30
	(1970)	57		12	26
Petty, Scott e Bird (1971)*	38		12		35
Kim e Farragher (1975)*	37		15		10
Gitman e Forrester (1977)	53.6	9.8	8.9	2.7	25
Oblak, Helm (1979)*	60		10		14
Stanley e Block (1984)	65.3	16.5	5		10.7
Epps e Mitchem (1994)	45	15	18.5	1	3
Block (1999)	37.8	15.2			
Graham e Harvey (2001)	75.6	74.9	56.7	11.87	20.3

Fonte: Atualizada com base em Stanley e Block (1984). *Valores retirados do artigo

Em algumas das pesquisas evidenciadas na Tabela 1, os respondentes tiveram a opção de marcar os métodos mais utilizados por eles. A maioria das empresas (em média 60%) utiliza mais de um método de análise. Algumas pesquisas tinham outros métodos como opção, os quais não foram incluídos neste quadro, por isso, algumas linhas não fecham 100%. Com exceção da pesquisa realizada no ano de 1959, em todas as outras, o método da TIR está em primeiro lugar.

Dos estudos em finanças que usaram o método da *survey* para a coleta de dados, , nos Estados Unidos, destaca-se como um dos pioneiros o estudo de Lintner (1956) sobre a política de dividendos. Há pesquisas posteriores sobre as técnicas de orçamento de capital, por exemplo, a de Gitman e Forrester (1977), que constatou que 53% das empresas utilizavam a TIR e 9,8% utilizavam o VPL como primeiro método. Stanley e Block (1984) encontraram

65% das empresas utilizando TIR como primeiro método. Bierman (1993) constatou que 73% utilizavam essas técnicas.

As evidências empíricas em relação a TIR e VPL, segundo Gitman e Forrester (1977), Stanley e Block (1984), Epps e Mitchem (1994), Saul (1999), Graham e Harvey (2001), mostram que, apesar da superioridade teórica do VPL, os administradores financeiros, em geral, preferem utilizar a TIR. As taxas de retorno dão uma sensação mais confiável para medida de lucratividade que o VPL. Para os gestores, é mais fácil explicar e argumentar sobre uma decisão com base na taxa de retorno do que no VPL, pois eles acreditam que este não mede, na realidade, os benefícios em relação ao montante investido. Conforme os autores, isso não significa que esses gestores não saibam as limitações da TIR. Observa-se que, na dúvida, muitos deles usam mais de uma técnica.

Conforme as constatações de Sangster (1993), Graham e Harvey (2001) e Brounen, Jong e Koedijk (2004), essas técnicas, por serem, normalmente, técnicas utilizadas como condição de desempate entre diferentes opções de projetos de investimento, são mais facilmente observadas em empresas que utilizam mais de duas técnicas de orçamento de capital,. Os gestores sentem-se assim mais confiantes ao tomarem suas decisões de investimento.

Em relação à avaliação do custo de capital, Graham e Harvey (2001) observaram que o CAPM é o mais popular (73,5%), mas os executivos não deixam claro como o modelo é aplicado na prática. As características observadas encontram-se no Quadro 9.

Ordem ¹²	Método	Constatação
1	CAPM	Opção mais utilizada (73,5%)
2	Média dos retornos das ações	Utilizado em empresas maiores com CFOs mais instruídos (39,4%).
3	CAPM multibeta	Método similar ao CAPM que considera mais fatores de risco (34,3%).

Quadro 9: Características gerais das técnicas de Custo de Capital constatadas por GH

Fonte: Elaborado com base em Graham e Harvey (2001)

Observa-se, no Quadro 9, que a maioria das empresas utiliza mais de um método, por isso, os percentuais do quadro não totalizam 100%. O avanço do CAPM, diferente dos resultados encontrados em estudos anteriores, mostra que, em relação ao custo de capital, as empresas também estão mais sofisticadas. Algumas características mais específicas também foram observadas, conforme consta no Quadro 10.

Método	Capital	Tamanho	Endividamento	Volume de Exportação	Instrução CEO	Gerenciamento de proprietários
CAPM	Aberto	Grande	Baixo	Grande	MBA	Aberto
Recomendação dos investidores ¹³	Fechado	Pequena	*	Pequeno	*	Fechado

Quadro 10: Características específicas das técnicas de Custo de Capital constatadas por GH.

* Os espaços em endividamento alto e instrução CEO estão em branco, por não ter sido evidenciada uma relação significativa com as recomendações dos investidores.

Fonte: Elaborado com base em Graham e Harvey (2001)

O Quadro 10 é um resumo dos resultados em relação ao custo de capital encontrados por Graham e Harvey (2001). Nele estão as relações significativas que predominaram em cada uma das análises dos autores. Outras características foram evidenciadas em relação a fatores de risco específicos e à utilização das taxas de desconto.

Em relação aos fatores de risco específicos considerados no estudo, Graham e Harvey (2001) observaram que as empresas, nas avaliações de um projeto de investimento individual, consideram importantes para a taxa de desconto a taxa de juros e o tamanho da empresa. Em relação às estimativas do fluxo de caixa, consideram o preço das *commodities* e o crescimento

¹² Ordem de preferência das empresas norte-americanas que responderam o questionário.

¹³ Este não é um tipo de método de custo de capital, mas foi a segregação utilizada no estudo: os executivos que seguem o CAPM e os que seguem seus investidores, principalmente, quando estes estão no comando.

do PIB. As características ‘risco da inflação’ e ‘taxa de risco cambial’ (no caso de empresas que exportam) foram consideradas relevantes, conforme ilustrado no Quadro 11.

	Fatores de Risco	
Empresas grandes	Taxa de Juros	Risco cambial
	Risco do ciclo do negócio	Risco do preço das commodities
Empresas pequenas	Taxa de Juros	Risco cambial

Quadro 11: Comparação entre os fatores de risco das empresas

Fonte: Elaborado com base em Graham e Harvey (2001)

O Quadro 11 revela que pequenas e grandes empresas têm prioridades diferentes no ajuste do risco. Empresas mais endividadas também consideram importante o ajuste do fluxo de caixa ao ciclo do negócio. Empresas em crescimento são mais sensíveis ao risco cambial. Em relação às taxas de desconto, Graham e Harvey (2001) evidenciaram que poucas foram as empresas identificadas que usam diferentes taxas de desconto para avaliar os diferentes projetos. A maioria das empresas usa a taxa de desconto da empresa para avaliar tanto projetos na matriz, como novos projetos em suas filiais no exterior, sugerindo que não incorporam corretamente as diferenças dos mercados estrangeiros no risco de seus projetos.

Nas pesquisas sobre custo de capital, Gitman e Mercurio (1982) documentaram que 30% das empresas utilizavam o *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). Bruner *et al.* (1998) descobriram que 85% das empresas utilizavam essa técnica para o cálculo do custo de capital. Esse resultado aproxima-se dos encontrados por Graham e Harvey (2001). Resultados complementares, relacionados à estrutura de capital, são encontrados em Billingsley e Smith (1996), que observaram que as empresas preferem a emissão de dívidas conversíveis como fonte de capital, pois o mercado dá um prêmio para as empresas com bom desempenho.

Em relação à estrutura de capital, Graham e Harvey (2001) observaram que as empresas utilizam-se da *pecking order* para captar recursos. A teoria mostra que as empresas

mantêm relação entre os benefícios fiscais e os custos de falência. Os benefícios mais evidenciados pelos CEOs foram os fiscais. Algumas características em relação à estrutura de capital observadas nesta pesquisa, são mostradas no Quadro 12.

Característica	Constatação
Níveis de endividamento	44% têm um nível definido.
Taxas de endividamento-alvo	São percebidos em CEOs mais jovens e há pouco tempo no cargo.
Benefícios fiscais	Considerados importantes pelas empresas com alto endividamento e taxas de endividamento-alvo.
Custos de transação e as comissões	São importantes na escolha da Estrutura de Capital, mas não são determinantes na definição da política de endividamento da empresa.
<i>Pecking order</i>	A possibilidade de flexibilidade financeira é o que mais influencia na política de endividamento, na prática.
Sinalização	As fontes externas de recursos diminuem a assimetria informacional. As empresas pequenas não gostam de utilizar sua Estrutura de Capital para sinalizar perspectivas futuras. Foi evidenciado entre os CEOs que a emissão de ações dá uma impressão positiva ao mercado.
<i>Credit rating</i>	É um fator importante nas empresas. Empresas privadas, muitas vezes, tomam dívidas de curto prazo para melhorarem (atualizarem) seu <i>credit rating</i> .
Política de endividamento	Os fatores que mais afetam são a flexibilidade financeira e o <i>credit rating</i> . O fator que mais afeta a tomada de dívidas no exterior é o <i>hedge</i> natural. Tomam empréstimos quando as taxas estão baixas e quando seus lucros não são suficientes.
Custos de agência	Em empresas com boas oportunidades de crescimento, a aprovação de novos projetos é inversamente proporcional ao nível de endividamento da empresa, contudo os resultados encontrados não foram relevantes.

Quadro 12: Características de Estrutura de Capital constatadas por GH

Fonte: Elaborado com base em Graham e Harvey (2001)

Além das características apresentadas no Quadro 12, Graham e Harvey (2001) alegam que os custos primários estão relacionados ao esgotamento financeiro das empresas e às altas taxas cobradas pelos obrigacionistas, quando executam seus direitos. Os CEOs estão sempre atentos à volatilidade dos lucros durante a tomada de decisões sobre o endividamento. As altas probabilidades de falência diminuem o nível de endividamento. Principalmente para as empresas privadas, a maturidade da dívida está relacionada à vida útil do ativo investido. Em relação à política de endividamento, a teoria do *pecking order* foi observada, entre outros fatores como: a) fatores que as empresas avaliam na emissão de ações: diluição do preço por ação; o quanto as ações estão sub ou superavaliadas pelo mercado - se o preço da ação estiver em crescimento, o preço de venda será maior; b) fatores que afetam a política de endividamento: flexibilidade financeira; *credit rating*; *hedge* natural (exterior); quando as

taxas do custo de capital no mercado estão baixas e quando seus lucros não são suficientes; c) fatores que são avaliados na emissão de títulos conversíveis: retardo na emissão de ações; preço da ação subavaliado são usados para atrair investidores pouco informados.

Os autores concluíram que as grandes empresas preferem as técnicas de valor presente e os modelos de precificação de ativos. As pequenas utilizam *payback* e preferem avaliar seus investimentos pela taxa de risco da empresa ao invés da taxa de risco do projeto. Os executivos seguem as teorias para avaliar os projetos (orçamento e custo de capital) e não as seguem tanto para determinar a estrutura de capital.

Os resultados das pesquisas de Graham e Harvey (2001) e Brounen, Jong e Koedijk (2004) corroboram a afirmação de Brealey e Myers (1998) sobre ser o CAPM o método mais popular entre os principais executivos, seguido pela média histórica dos retornos e pela variação do CAPM, incluindo mais fatores de risco. Na literatura, o APT, conforme Ross (1976), estabelece que um fator apenas não consegue captar a parcela significativa do risco ao qual o ativo está submetido, por isso, sugere uma versão menos simplificada de precificação de risco. Outra constatação importante das pesquisas de Graham e Harvey (2001) e Brounen, Jong e Koedijk (2004) é que empresas pequenas normalmente acatam as decisões dos investidores ao invés de utilizarem algum método de cálculo.

Em relação à governança corporativa, Weimer e Pape (1999) observaram que um único acionista pode influenciar a tomada de decisão. Os acionistas exercem influência nas empresas dos países desse estudo. Neles predomina a regra ‘uma ação / um voto’. Para a composição dos conselhos de administração das empresas, são permitidos executivos internos e externos. Esses são eleitos ou retirados dos conselhos nas assembleias gerais dos acionistas.

Normalmente, os membros externos são executivos de outras empresas. Esses países possuem um mercado de controle corporativo muito ativo. Isso é caracterizado pela baixa concentração de participação acionária entre os controladores das empresas. O *takeover* é visto como uma das funções do mercado de ações, mas é utilizado somente em último caso. Os *takeovers* disciplinam as empresas, as tornam eficientes e fazem convergir os interesses dos gestores com os dos acionistas. A concentração de ações entre os cinco maiores acionistas está entre 20 e 25% e a do maior, entre 10 e 11%. Os ganhos dos gestores estão relacionados à *performance* da empresa. As relações mais comuns são as de curto prazo em que o mercado é ajustado rapidamente, desfavorecendo as relações de longo prazo.

2.2.2 Europa

Algumas pesquisas realizadas na Europa usaram a metodologia do levantamento (*survey*). Algumas delas constam do Quadro 13.

Autor	Amostra	% de Retorno	Método do questionário		Dimensões Exploradas
			Elaboração	Validação	
Sangster (1993)	94	19.15	Elaborado pelo autor		OC
Bancel e Mittoo (2003)	58	8	Elaborado pelos autores com base em Graham e Harvey	Não especificado pelos autores	CC
					EC
					GC
					OC
Brounen, Jong e Koedijk (2004)	313	5	Copiado de GH e traduzido para o Francês por uma empresa juramentada, e para o Alemão e Holandês pelos autores. As duas questões extras foram criadas pelos autores.	Para a verificação da compreensão lingüística, foram entrevistadas pessoas nos quatro países do estudo. Todas as 17 questões foram discutidas e ajustadas conforme o <i>feedback</i> dos entrevistados	CC
					EC
					GC
					OC

Quadro 13: Pesquisas realizadas na Europa utilizando o método de levantamento.

Conforme observado no Quadro 13, o estudo realizado por Graham e Harvey (2001) nos Estados Unidos e Canadá, foi replicado por Brounen, Jong e Koedijk (2004) na Europa. O retorno obtido por esses autores foi de 313 questionários. Eles foram aplicados em inglês, francês e holandês, estes últimos traduzidos por uma empresa juramentada em traduções. Foram incluídas nos questionários duas questões sobre o tema governança corporativa. Nenhuma validação do questionário foi realizada. Esta última versão foi a utilizada em estudo similar, no Brasil. Os resultados encontrados na Europa não diferem muito dos encontrados nos Estados Unidos e no Canadá.

No estudo realizado por Brounen, Jong e Koedijk (2004), a amostra foi composta por empresas do Reino Unido, Holanda, França e Alemanha. A pesquisa abordou quatro dimensões da teoria financeira: governança corporativa, estrutura, custo, orçamento de capital. Ela teve como objetivo constatar o nível (conhecimento e aplicação prática) em que as empresas encontravam-se nesses assuntos, comparando a teoria com a prática, bem como os resultados finais dos mercados evidenciados nos dois estudos - europeu e anglo-saxão.

Os autores verificaram que as diferenças institucionais explicam a significativa diferença na prática financeira. Foi constatado que as grandes empresas usam, freqüentemente, técnicas de valor presente e CAPM para a análise dos investimentos. As pequenas preferem o *payback*. Ficou evidenciado que a prática de finanças corporativas é influenciada pelo tamanho da empresa, estando uma minoria delas orientada aos interesses dos acionistas e outras aos interesses do país de origem. O Quadro 14 traz uma visão geral dos resultados encontrados na Europa.

Em relação à	Orientação ¹⁴	Constatação
Orçamento de Capital	Sim	Fluxo de caixa descontado usando TIR ou VPL.
	Não	Preferem aplicar o <i>Payback</i> , similar aos EUA.
Custo de Capital	Sim	Preferem CAPM.
	Não	Conforme instrução dos investidores.
Estrutura de capital		Poucas diferenças na escolha das políticas de endividamento entre empresas. Considerado pouco importante.
Governança Corporativa		As metas mais evidentes foram maximização dos lucros, crescimento sustentável e posição de mercado.

Quadro 14: Visão geral da pesquisa na Europa

Fonte: Elaborado com base em Brounen, Jong e Koedijk (2004)

Conforme mostra o Quadro 14, a Governança Corporativa é a dimensão estudada que diferencia a pesquisa de Brounen, Jong e Koedijk (2004) de Graham e Harvey (2001). As características por eles encontradas estão evidenciadas no Quadro 15.

Característica	Constatação
Maximização da Renda para os acionistas	Na Holanda e no Reino Unido é o mais importante. Na França e Alemanha, o mais importante é otimizar a solvabilidade.
Importância dos stakeholders	O cliente foi considerado o mais importante. Em segundo lugar, vieram os credores e acionistas para Reino Unido e Holanda, e público em geral, para França e Alemanha.

Quadro 15: Itens considerados para Governança Corporativa

Fonte: Elaborado com base em Brounen, Jong e Koedijk (2004)

Característica	Constatação
Política de endividamento	No Reino Unido e na França, 25% não possui dívidas de LP. Financiam-se através de seus lucros e dívidas de CP. No geral, 50% das empresas estão abaixo de 30% de endividamento.
Nível de endividamento alvo	Mais observado onde os mercados de capitais são mais desenvolvidos: Reino Unido, Holanda e EUA.

Quadro 16: Itens considerados para Estrutura de Capital

Fonte: Elaborado com base em Brounen, Jong e Koedijk (2004)

Característica	Constatação
C Tempo no cargo	Os europeus ficam mais tempo que os americanos.
E Idade	Os europeus são mais novos que os americanos.
O Educação	Os americanos são mais instruídos (mais tempo de estudo) que os europeus.
S Remuneração	Identificou-se um padrão mundial. Em média 5% da remuneração em ações.

Quadro 17: Itens considerados para a caracterização do CEO

Fonte: Elaborado com base em Brounen, Jong e Koedijk (2004)

Os Quadros 15, 16 e 17 mostram as características de GC, EC e CEO comparadas entre a realidade europeia e a norte-americana. Os países anglo-saxões foram os que

¹⁴ Utilizou-se “Sim” para empresas orientadas para a maximização da riqueza do acionista e “Não” para empresas que não tinham essa orientação explícita. Nos casos em que essa divisão não apareceu foi porque ela não era relevante.

apresentaram as maiores semelhanças. O Quadro 18 relata como as empresas européias avaliam seus projetos de investimento em relação às técnicas de Orçamento de Capital.

Ordem ¹⁵	Método	Constatação
1	<i>Payback</i>	Método mais evidenciado, principalmente em empresas menores e com CFOs mais velhos.
2	TIR	Segunda opção mais utilizada.
3	VPL	Utilizado em empresas maiores com CFOs mais instruídos.

Quadro 18: Técnicas de Orçamento de Capital constatadas por BJK

Fonte: Elaborado com base em Brounen, Jong e Koedijk (2004)

Conforme visto no Quadro 18, a utilização predominante do *payback* é algo interessante, visto que as limitações do método são evidenciadas na teoria, isto é, o método não considera o valor do dinheiro no tempo, nem os fluxos de caixa após o término do retorno do investimento. Observou-se, também, que as empresas com orientação para a maximização de renda do acionista utilizam as técnicas de desconto ao invés do *payback*.

Em relação à avaliação do custo de capital, Brounen, Jong e Koedijk (2004) observaram que a diferença entre os países pesquisados foi pequena, assim como nos EUA, o CAPM é o mais popular. Dentre as características, observou-se que: a) numa segmentação entre empresas de capital aberto e fechado, as de capital aberto preferem o método do CAPM e as demais seguem as orientações de seus investidores; b) o CAPM é mais utilizado por empresas grandes, exportadoras e que têm CEOs há mais tempo no cargo; c) nenhum fator de risco específico foi observado na avaliação de um projeto de investimento individual; consideram taxa de juros, risco conhecido, taxa de desconto. Em alguns países, observam o desempenho atual dos preços das ações e as estimativas de fluxo de caixa em relação ao preço do ativo; d) a maioria das empresas usa a taxa de desconto para avaliar novos projetos no exterior; com isso, não incorporam as diferenças no risco dos projetos e nos mercados estrangeiros corretamente. Uma comparação entre os dois estudos é apresentada na Tabela 2.

Tabela 2: Comparação na avaliação de projetos entre os países.

	<i>América do Norte</i>	<i>Europa¹⁶</i>
Taxa de desconto para toda empresa	58.8%	42.91%
Taxa de desconto para cada projeto (considerando país e setor)	50.9%	25.77%

Fonte: Elaborada com base em Brounen, Jong e Koedijk (2004)

A Tabela 2 mostra a comparação na avaliação de projetos entre as duas pesquisas realizadas com o uso do mesmo instrumento. Observa-se (também conforme os Quadros 15, 16 e 17) que quanto maior for a empresa, a educação do CEO e a orientação para a maximização da riqueza do acionista, mais sofisticadas são as técnicas de avaliação de investimentos para novos projetos.

Em relação à estrutura de capital, Brounen, Jong e Koedijk (2004) identificaram que este item tem menos importância na Europa do que nos EUA. Observaram que as empresas europeias não se utilizam da política de endividamento para atrair novos investidores. A teoria mostra que as empresas mantêm uma relação positiva entre os benefícios fiscais e os custos de falência. Nas empresas onde foi observada essa relação, constataram que a volatilidade dos lucros aumentou e que a análise dessa relação é importante para as empresas. A teoria *pecking order* (MYERS, 1984) estipula como melhor hierarquização das fontes de financiamento o financiamento interno, o endividamento e a emissão de ações. Algumas características em relação à estrutura de capital foram observadas nesta pesquisa, conforme mostra o Quadro 19.

¹⁵ Ordem de preferência das empresas europeias que responderam o questionário.

¹⁶ Para que a comparação entre as regiões pudesse ser feita, calculou-se a média aritmética (pois os quatro países apresentam representação similar na amostra) entre os quatro países da pesquisa europeia nas duas técnicas mais utilizadas. O estudo da América do Norte já trazia este valor.

Característica	Constatação
Níveis de endividamento	Na Europa são menores que nos EUA.
Níveis de endividamento-alvo	Mais observado nos EUA do que na Europa.
Benefícios fiscais	Considerados importantes pelas empresas com alto endividamento e níveis de endividamento-alvo.
Custos de transação e as comissões	São importantes na escolha da Estrutura de Capital, mas não são determinantes na definição da política de endividamento da empresa.
<i>Pecking order</i>	A possibilidade de flexibilidade financeira é o que mais influencia na política de endividamento, na prática.
Sinalização	Pouco significativo.
<i>Credit rating</i>	Pouco relevante na Europa devido à menor atuação dessas empresas em comparação com as americanas. Mesmo assim, os resultados foram similares.
Política de endividamento	Tomam empréstimos quando as taxas estão baixas e quando seus lucros não são suficientes
Custos de agência	A aprovação de novos projetos é inversamente proporcional ao nível de endividamento da empresa, contudo os resultados não foram relevantes mesmo em empresas com boas oportunidades de crescimento.

Quadro 19: Características de Estrutura de Capital constatadas por BJK

Fonte: Elaborado com base em Brounen, Jong e Koedijk (2004)

Conforme observado no Quadro 19, os resultados encontrados para os custos de agência mostram que eles não foram significativos, isto é, a teoria não foi tão evidenciada. GH e BJK atribuem isso a dois aspectos: ao viés do respondente, isto é, os agentes não querem admitir seus comportamentos; e à disciplina involuntária dos agentes através do endividamento. Brounen, Jong e Koedijk (2004) observaram que as empresas devem ter um índice-alvo de endividamento, baseando-se nas considerações sobre os benefícios fiscais e custos de falência. A relevância dos problemas de agência e os benefícios das sinalizações são provocados por interesses divergentes e pela habilidade dos acionistas e credores de monitorar os gestores.

Não existem muitas divergências entre os comportamentos dos países envolvidos no estudo, mas, tanto na Europa quanto nos EUA, a diferença entre o que a teoria sugere e o que na prática ocorre ainda é grande.

Em outros estudos empíricos realizados na América do Norte, foram encontrados, em relação aos percentuais de cada técnica de orçamento de capital utilizada pelas empresas, os resultados apresentados na Tabela 3.

Tabela 3: Comparação entre os estudos sobre Orçamento de Capital

Método	BJK (2004)	Sangster (1993)	McInyre/ Coulthurst (1984)	Mills/ Herbert (1984)	Pike	
					(1980/1)	(1975)
TIR (%)	49	58	28	68	54	42
VPL (%)	50	48	36	51	38	32
Payback (%)	59	78	82	78	79	71
ARR (%)	28	31	33	44	51	51
DFC (%)		73	45		69	60

Fonte: Atualizada com base em Sangster (1993).

Em todas as pesquisas apresentadas na Tabela 3, os respondentes tiveram a opção de marcar os métodos mais utilizados por eles. A maioria das empresas (em média 60%) utiliza mais de um método de análise; por isso, os valores não fecham 100%. Em todas as pesquisas o método *payback* sempre esteve em primeiro lugar, tanto na primeira quanto na segunda opção. É surpreendente que este método ainda seja o mais utilizado na Europa, devido às suas limitações. As amostras também foram compostas por empresas pequenas. Nos cálculos em que as empresas pequenas foram separadas das grandes, o *payback* predominou nas pequenas e a TIR nas grandes.

Outros estudos realizados compararam as práticas das empresas norte-americanas às europeias, entre outras. Neste caso, La Porta *et al.* (1997a, 1997b e 1998) e Rajan e Zingales (2003) concluíram que as diferenças institucionais refletem-se nas práticas financeiras, no poder dos acionistas, nas características dos principais executivos financeiros e na escolha da estrutura de capital. Em relação às técnicas de Orçamento de Capital, Sangster (1993) concluiu que o método mais utilizado era o *payback*, seguido pela TIR e pelo VPL, e que mais

de 80% das empresas utilizavam fluxo de caixa descontado para análise. No que tange à estrutura de capital, Bancel e Mittoo (2003) concluíram que os gestores buscam a flexibilidade financeira para o acesso mais facilitado aos financiamentos externos.

Em relação à governança corporativa, segundo Weimer e Pape (1999), os países britânicos¹⁷ apresentaram resultados idênticos aos dos países da América do Norte. Nos países germânicos¹⁸, foi observado que eles possuem dois conselhos: executivo e supervisor. Os membros do conselho supervisor, eleitos em assembleias gerais dos acionistas, elegem e retiram seus membros do conselho executivo. Os empregados e acionistas podem exercer influência na tomada de decisão, pois o poder dos acionistas é limitado. Os bancos influenciam os acionistas devido aos financiamentos das empresas. Com isso, eles controlam o conselho supervisor e os acionistas. Apesar de terem uma participação menor no mercado acionário (comparado com os bancos dos EUA), eles têm mais poder de influência sobre as empresas e têm direito de voto nas assembleias, por custodiarem títulos dos acionistas. O presidente do conselho supervisor é, normalmente, um representante do banco. Os bancos têm um ‘acordo’ mútuo de participação acionária entre as empresas.

Conforme Weimer e Pape (1999), o mercado de capitais tem influência menor nesses países e o controle externo feito pelo mercado praticamente não existe. As tomadas de decisão são feitas entre os conselhos. Mais ou menos 41% da empresa pertencem aos cinco maiores acionistas; na maioria, o majoritário tem 25% da empresa, contra 10%, no máximo, nos EUA. A participação mútua entre empresas representa 38,8% das ações das empresas na bolsa, o que evidencia um forte acordo entre elas, por isso os *takeover* hostis acontecem somente em último caso. A participação de uma empresa está limitada em até 25% do direito de voto na

¹⁷ São eles: Inglaterra, País de Gales, Escócia e Irlanda do Norte.

¹⁸ São eles: Alemanha, Suíça e Áustria.

outra empresa. O pagamento dos executivos por *performance* não é uma prática comum, com exceção da Suíça, mas nada comparado com os países anglo-saxões¹⁹. Nesses países, os acionistas têm a característica de realizarem investimentos de longo prazo.

Weimer e Pape (1999), em sua pesquisa com países latinos, identificaram que, em geral, existe um conselho formado por executivos e não executivos da empresa. Na França, eles podem optar por um ou dois conselhos. Os acionistas podem aceitar ou recusar os membros, desde que tenham 50% dos votos. No máximo 2/3 dos representantes do conselho são não executivos (representantes dos acionistas). Os acionistas têm o poder de substituir a diretoria, com isso, eles exercem influência sobre os tomadores de decisão. Nesses países, essas influências são mais características nas empresas financeiras, de participações mútuas, estatais e familiares. O mercado de ações não é muito importante nem muito ativo (influyente) na tomada de decisão, mas o número de *takeovers* hostis são maiores do que nos países germânicos. A concentração das ações entre os cinco maiores acionistas é, em média, de 48% na França e de 87% na Itália. As participações mútuas são permitidas, na França, com algumas limitações e servem para evitar *takeovers* hostis. A remuneração dos executivos não está relacionada à *performance*, com exceção da França. Os investidores desses países preferem os investimentos (relações) de longo prazo.

La Porta (1998; 1999) observou que nas empresas desses países existe grande concentração de controle e propriedade, principalmente, em empresas familiares e governamentais, nas demais, os três primeiros acionistas têm, em média, 46% da empresa. Ele ainda constatou que, em países onde a legislação não protege os investidores, eles possuem grandes concentrações de ações da mesma empresa para garantir o controle (prevenção). O

¹⁹ São eles: Inglaterra, Nova Zelândia, Austrália, Irlanda, Canadá, Estados Unidos.

Brasil, neste estudo, encaixa-se nessa classificação, pois possui baixa proteção legal e, com isso, incentiva a alta concentração.

2.2.3 Brasil

No Brasil, poucas pesquisas em finanças foram realizadas, utilizando a metodologia do levantamento (*survey*), conforme apresentado no Quadro 20. As pesquisas realizadas por Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987) investigam as técnicas de orçamento de capital. Saul e Fensterseifer (1992) complementam os resultados anteriores com um panorama também das análises de custo de capital utilizadas pelos executivos brasileiros. Mais recentemente, Eid (1996) e Saul (1999) elaboraram estudos que incluem, além dos temas anteriores, a análise da estrutura de capital das empresas brasileiras.

Autor	Amostra	% de Retorno	Método do questionário		Dimensões Exploradas
			Elaboração	Validação	
Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987)	153	32.2	Elaborado pelos autores	Não especificado	OC
Saul e Fensterseifer (1992)	132	23.3	Elaborado a partir de Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987)	Não especificado	OC
Eid (1996)	161	14.3	Elaborado pelo autor	Não especificado	OC EC
Saul (1999)	Mais de 150 ²⁰		Adaptado de Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987)	Não especificado	OC

Quadro 20: Pesquisas realizadas no Brasil utilizando o método de levantamento.

Conforme mostra o Quadro 20, o primeiro estudo brasileiro foi o de Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987), nele os autores analisaram as grandes empresas brasileiras dos

²⁰ O autor se refere a mais de uma centena e meia e não especifica exatamente o número de questionários retornados nem o percentual que este representa.

setores industriais, no que se refere à avaliação e à seleção de projetos de investimento. Essa escolha teve em vista o grande volume de investimentos desses setores em ativo imobilizado

As decisões de investimento de capital são de vital importância para o futuro de uma empresa, pois é através do investimento produtivo que a empresa assegura sua sobrevivência e seu crescimento (FENSTERSEIFER; GALESNE; ZIEGELMANN, 1987, p. 71).

Conforme os referidos autores, alguns estudos realizados nos Estados Unidos e na Europa demonstraram que as empresas desses países incorporaram na prática as recomendações da academia. Os pesquisadores utilizaram questionários aplicados nos EUA e na Europa e os adaptaram para a realidade brasileira. Coletaram informações sobre assuntos, como: aspectos administrativos da função investimento; técnicas de avaliação da rentabilidade dos projetos; técnicas quantitativas de gestão, e buscaram identificar as lacunas entre a teoria e a prática. Através deste instrumento (um questionário), buscou-se a comparação entre três épocas.

Conforme Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987), a amostra foi composta por 153 empresas (32,2% de retorno). Os períodos analisados foram 1974, 1979 e 1985. O alto retorno e a boa representatividade dos setores de atividade diminuiu o efeito tendencioso dos setores dominantes nas pesquisas. Os resultados são apresentados no Quadro 21.

Função Investimento	Resultado
Procedimentos administrativos utilizados	As recomendações teóricas foram identificadas, pois as empresas declararam possuir procedimentos administrativos para a análise das propostas de investimento.
Técnicas de avaliação da rentabilidade dos projetos de investimento	Os cálculos de rentabilidade na avaliação dos projetos são utilizados por quase todos. O critério predominante (49,6%) foi taxa mínima de atratividade, em que os projetos que não atingissem a taxa eram descartados, e os que atingiram disputavam os recursos disponíveis. Como segundo critério, as empresas optaram pelo <i>payback</i> .
A consideração do risco na avaliação dos investimentos	Foi identificada uma maior preocupação com o passar dos anos. Em 1974, eram utilizados critérios subjetivos. Em 1979, eram utilizados critérios subjetivos e quantitativos; e, em 1985, basicamente critérios quantitativos (Pesquisa Operacional).
Métodos de mensuração de risco de um projeto	Os resultados mostraram que a técnica de análise de sensibilidade da rentabilidade do projeto é utilizada por 46,2% das empresas.
Métodos de consideração do risco no processo de seleção dos projetos de investimento	Embora mostre um crescimento de 10% de 1974 para 1985, os métodos de consideração do risco não precisam ainda da consideração dos analistas de investimento.
Inflação e análise de investimento	Inflação nos períodos: 1974 → 34,50%; 1979 → 77,20%; 1985 → 235,11%. Nesse caso, a maioria das empresas não considerava ou considerava a mesma para todos os itens do fluxo de caixa, o que não afeta as decisões de investimento.

Quadro 21: Características dos investimento no Brasil.

Fonte: Elaborado com base em Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987).

Conforme mostra o Quadro 21, Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987, p. 74) observaram que o método de cálculo de rentabilidade dos projetos *payback* era utilizado por uma parcela significativa das empresas (22,7%). Um dos motivos considerados como possíveis causas é o fato de este considerar o fator risco: “entre várias alternativas de investimento consideradas rentáveis, a alternativa com o menor tempo de recuperação do capital, em geral, terá risco menor e tenderá, portanto, a ser preferida”. Esse comportamento das empresas também foi identificado nos EUA, onde o método complementar escolhido foi o *payback*. Foi observado também que projetos com maior risco exigem um menor tempo de retorno para serem considerados aceitos.

No que se refere aos efeitos dos impostos nos cálculos dos fluxos de caixa dos projetos, Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987) identificaram que 85% das empresas os considerava. A taxa mínima de atratividade (real) exigida variou de 12% a.a. (estatais) até 20% a.a. (privadas). Em relação à consideração do risco na avaliação dos investimentos,

existiam empresas que ainda não o faziam. Em razão da inflação, os autores constataram um pequeno aumento no número de empresas que utilizavam uma taxa diferenciada, mostrando um aumento na sofisticação do cálculo, impulsionadas, provavelmente, pelas altas taxas da época. As empresas optavam por previsões próprias de taxas de inflação, feitas de maneira subjetiva e acrescidas à taxa mínima de atratividade como um ‘prêmio’.

Em 1990, Saul e Fensterseifer (1992) analisaram o *timing*²¹ dos projetos e o desempenho dos investimentos (Quadro 22). Nesta pesquisa, os autores tiveram um retorno de 132 questionários (23,3%). Constatou-se que a taxa mínima de atratividade exigida foi a mesma da pesquisa de Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987). Os critérios baseados nos princípios de atualização (considera o valor do dinheiro no tempo, ex.: fluxo de caixa descontado) recomendados pela teoria eram usados por 67% das empresas respondentes. O método de cálculo de rentabilidade dos projetos mais utilizado foi a TIR (50% das empresas) e o segundo, o *payback*.

Tipo de Análise	Constatação
Fluxo de caixa	1/3 da amostra faz antes do imposto de renda
Risco	O método quantitativo mais utilizado foi a análise de sensibilidade
Influência dos fatores financeiros sobre o investimento	Foi observada uma relação positiva por mais da metade da amostra.
Inflação	Não foi considerada como fator de risco por mais de 90% da amostra.
Ciclo Econômico	A maioria (70%) não o considera nas decisões de investimento.
<i>Timing</i>	O tempo total médio foi de 36 meses. Não é relevante nas decisões de investimento.
Projetado x Realizado	As diferenças foram consideradas aceitáveis (médias) por mais de 50% das empresas.
Repercussão dos Investimentos	Melhor concretização dos objetivos estratégicos e aumento da competitividade.

Quadro 22: Análise dos investimentos.

Fonte: Elaborado com base em Saul e Fensterseifer (1992).

Conforme mostra o Quadro 22, os autores constataram que o número de empresas que não levavam o risco em consideração era desprezível. O *timing* (período entre a tomada de

²¹ É o tempo de um projeto, desde seu planejamento até a sua implantação.

decisão e a implantação do projeto) variou de 10 a 120 meses, provavelmente devido à heterogeneidade da amostra. A média ficou em 36 meses, decompostos da seguinte maneira: 7 meses para definição e decisão, 8 meses para elaboração e 21 meses para implantação. Na observação das práticas empresariais com relação à teoria financeira, Saul e Fensterseifer (1992) constataram o cumprimento de alguns aspectos, como as técnicas administrativas formais em relação a orçamentação, seleção, priorização e controle para os projetos de investimento.

A *survey* realizada por Eid (1996) teve como objetivo pesquisar o comportamento das empresas instaladas no Brasil quanto ao custo, ao orçamento e à estrutura de capital. Dos questionários enviados, 161 retornaram respondidos. Devido à classificação quanto ao tamanho, à constituição jurídica, ao tipo de administração, ao controle acionário, ao setor de atuação e à escolaridade dos respondentes, o autor realizou uma análise setorial, conforme apresentado no Quadro 23, confirmando que as respostas vieram de empresas mais aptas em termos de conhecimento e de utilização de técnicas ensinadas na academia.

	Respostas Gerais	Respostas Estratificadas²²
Formação da Estrutura de Capital	Manutenção da relação fixa entre capital próprio e de terceiros. Para a minimização do Custo de Capital, não é considerado pela maioria das empresas.	As empresas de capital fechado não mantêm uma relação entre capital próprio e de terceiros.
Técnicas de Avaliação do Custo de Capital	Para a análise de investimento, a maioria das empresas utiliza VPL e TIR com taxas entre 13% e 15% a.a. e <i>payback</i> com retorno máx. de 5 anos. Para determinar o custo médio usam valor de mercado das fontes de capital.	Para análise de investimento os profissionais usam TIR, VPL e <i>payback</i> , respectivamente. As familiares utilizam <i>payback</i> , TIR e VPL, respectivamente, e também, tomam decisões preocupados com IRPF e o controle acionário.
Custo de Capital Próprio	Para determinar o custo 45% utilizam retorno exigido dos acionistas, 38%, o índice preço/lucro.	As SAs exigem mais retorno que as ÑSA. As Sas fechadas usam o retorno esperado dos investidores, e as SAs abertas, o índice preço/lucro.
Escolha das Fontes de Recursos	47% das empresas procuram fontes mais vantajosas e as demais mantêm a <i>ranking</i> pré-determinado, sendo a ordem bancos, ações ordinárias e lucros retidos.	As ÑSAs seguem uma hierarquia, e as Sas buscam as mais atraentes. As Sas abertas usam ações ordinárias, e as fechadas, bancos.
		Os executivos buscam as fontes mais vantajosas, preferindo os bancos. As familiares têm uma hierarquia, preferindo a emissão de ações ou quotas.
Técnicas de Avaliação de Novos Projetos	Maioria utiliza TIR e <i>payback</i> . 90% diferenciam os projetos pelo tipo de risco, avaliando esse pelo fluxo de caixa projetado e risco do projeto.	As SA utilizam VPL, TIR e <i>payback</i> . As ÑSAs utilizam <i>payback</i> . Na análise do risco as SA usam taxa de desconto ajustada ao risco, e as ÑSAs usam ajuste no fluxo de caixa. Os executivos utilizam o fluxo de caixa projetado.
Conhecimento dos CFOs	No geral, o conhecimento das técnicas mais sofisticadas é baixo. Para a análise de risco é comum o uso de simulação, análise de sensibilidade e outros.	71% têm administração profissional e 29% mantêm membros da família (maioria das limitadas). 41% da administração profissional tem pós-graduação, contra 26% dos familiares.

Quadro 23: A realidade do custo, estrutura e Orçamento de Capital no Brasil

Fonte: Elaborado com base em Eid (1996)

Com base no Quadro 23, Eid (1996) concluiu que as empresas são oportunistas no que se refere à estrutura de capital. Em relação às técnicas de avaliação de projetos, utilizam TIR, *payback* e VPL, respectivamente. Para as decisões financeiras, essas empresas utilizam fluxo de caixa projetado e, para a análise do risco do projeto, usam taxa de desconto ajustada ao risco e ajuste do fluxo de caixa. O custo de capital é calculado pelo custo médio de capital e valor de mercado. Outra característica destacada por Eid (1996) é que as empresas administradas por profissionais são mais sofisticadas, mas o desconhecimento das ferramentas da teoria financeira, no geral, ainda era grande.

²²As empresas foram divididas em sociedades anônimas (SA-58%), sendo as SAs abertas maiores que as fechadas, e as limitadas e outras, as menores (ÑSA-42%). Foi observada também a relação entre capital aberto e fechado, além da administração profissional e familiar.

Em outra pesquisa realizada no período de 1995, Saul (1999) teve como objetivo comprovar a afinidade ente a teoria financeira e o planejamento estratégico. Ela era a continuação das pesquisas de Fensterseifer, Galesne, Ziegelmann (1987) e Saul e Fensterseifer (1992). Além desse objetivo, queria também averiguar procedimentos de decisão e avaliação de projetos. Com base no retorno de, aproximadamente, 150 questionários, Saul (1999) chegou às constatações mostradas no Quadro 24.

Comportamento das empresas em relação a:	Constatação
Procedimentos administrativos	85% utilizam procedimentos formais para a elaboração do orçamento de investimento; 65% fazem controles posteriores; 75% consideram como o principal critério para seleção de um projeto a estratégia.
Avaliação da Rentabilidade dos Projetos	77,5% estimam e exigem a rentabilidade mínima de seus projetos, em média, de 12%. A taxa mínima de rentabilidade está vinculada aos fatores estratégicos para 57% das empresas e de risco para 37%.
Critérios de Rentabilidade	72,7% das empresas declararam usar critérios baseados no princípio de atualização de acordo com a teoria, e 44,7% mais de dois critérios por projeto. Foi observado, como primeiro critério, a TIR (49%) e, como segundo, o <i>payback</i> (39%). Essa combinação foi a mais evidenciada TIR (princípio de atualização) + <i>Payback</i> (menor período de recuperação e risco). 78,9% estimam a rentabilidade dos investimentos depois do IR, recomendado pela teoria.
Considerações de risco	92% considera o risco, em que 76,3% medem de maneira subjetiva e 15,8%, de maneira quantitativa.
Repercussão da inflação	63% consideram o fator risco; dessas, 47% consideram que a inflação influencia a taxa de rentabilidade dos projetos. Na avaliação do fluxo de caixa, 78,4% consideram a inflação; dessas, 60,7% usam a mesma taxa para todos os componentes (o que é o mesmo que não considerar).
Ciclo econômico	Na execução de novos projetos, 65% não consideram o ciclo macroeconômico, 25% o fazem em período de expansão e 5%, em período de recessão.
<i>Timing</i>	O tempo total em média dos projetos foi de 25 meses.
Avaliação de desempenho	77% dos investimentos foram para ampliação da capacidade instalada; 59,5% declaram que o projetado x realizado foi de acordo; somente 10% declarou ter tido grandes diferenças.
Repercussão dos novos projetos nas empresas	As maiores repercussões estão ligadas à melhoria da qualidade dos projetos e da concretização dos objetivos estratégicos.

Quadro 24: Comportamento das empresas

Fonte: Elaborado com base em Saul (1999).

Na adoção dos critérios de rentabilidade, conforme verifica-se no Quadro 24, a teoria recomenda aqueles que estão baseados nos princípios de atualização (métodos de fluxo de caixa descontado), pois consideram o valor do dinheiro no tempo, além dos fluxos de caixa futuros depois do retorno total. Dentre eles, têm-se: VPL, TIR e IL, nesta ordem de preferência. No caso brasileiro, segundo Saul (1999), a TIR vem em primeiro, confirmando,

mesmo assim, o uso da teoria, embora o mais indicado fosse o VPL, praticado por 33% das empresas brasileiras.

A pesquisa mostrou, ainda, que as empresas não acompanham o ciclo macroeconômico para o cronograma de seus projetos, um elemento estratégico importante a ser considerado. No *timing* dos projetos houve diminuição devido às diferenças da amostra de 1990. Na amostra de 1999, havia menos estatais. Com isso, a definição e a decisão dos projetos ficou em 5 meses, a elaboração em 4 meses, a implantação em 16 meses. No item ‘repercussão dos novos projetos nas empresas’, consolidou-se novamente a relação entre análises estratégicas e financeiras. No geral, os resultados da pesquisa mostraram grande aproximação das práticas empresariais à teoria financeira.

Em relação à governança corporativa, nenhuma *survey* no Brasil foi encontrada, mas algumas pesquisas com dados *ex-post-facto* apresentaram os resultados a seguir explicitados. Leal, Silva e Valadares (2002) pesquisaram sobre o direito ao voto (entende-se como a propriedade de ações com direito a voto) e concluíram que, no Brasil, essa relação de propriedade é diferente da América do Norte e da Europa; pois são utilizadas intensamente ações sem direito a voto. Com isso, a regra uma ação / um voto não é respeitada. Os direitos sobre os votos não correspondem aos direitos sobre os fluxos de caixa. A participação no capital total representa os direitos sobre o fluxo de caixa. A participação no capital votante representa o direito sobre os votos. A pesquisa de Siffert Filho (1998) identificou aumento do controle compartilhado entre empresas nacionais, estatais e estrangeiras, diminuição do controle e da propriedade dos familiares e aumento do número de empresas estrangeiras e, que o grau de concentração sofre influência da regulamentação do mercado, do tamanho da empresa e da estrutura de capital, mas, em geral, ele é alto.

Procianoy (1994) identificou grupos controladores bem definidos nas empresas brasileiras, e que a existência desses grupos econômicos fazia com que o controle e a gestão das companhias fossem realizados exclusivamente por esses grupos de acionistas (controladores). Esse tipo de administração gera problemas com os acionistas minoritários, pois eles temem que os administradores tomem decisões em favor próprio, como transferências de lucros ou despesas entre as empresas. Valadares e Leal (2000), em seus estudos, encontraram também alto grau de concentração de controle devido à quebra da regra uma ação / um voto, por meio de utilização de ações sem direito a voto. Lima e Terra (2005) evidenciaram que empresas com boas práticas de governança têm retornos anormais positivos em suas ações.

Em uma síntese por consenso da maioria dos autores, o Quadro 25 mostra o que cada uma das três regiões apresentou em suas dimensões.

	América do Norte	Europa	Brasil
Orçamento de Capital	TIR – empresas grandes <i>Payback</i> – empresas pequenas	TIR – empresas grandes <i>Payback</i> – empresas pequenas	TIR – empresas SA <i>Payback</i> – empresas ÑSA
Custo de Capital	CAPM – empresas grandes Recomendação dos investidores – pequenas empresas	CAPM – empresas grandes Recomendação dos investidores – pequenas empresas	Índice P/L – empresas SA aberta Recomendação dos investidores – pequenas SA fechado
Estrutura de Capital	<i>Pecking Order</i> evidenciada	Não é relevante; o importante é a flexibilidade financeira.	Relação fixa na política de endividamento.
Governança Corporativa	Pulverização de controle das empresas, controle do mercado	Concentração acionária, mercado fraco	Concentração acionária, mercado fraco

Quadro 25: Comparação entre as regiões e dimensões

Na análise da dimensão orçamento de capital, percebe-se que, nas três regiões evidenciadas neste estudo, a grande maioria das empresas utiliza mais de uma ferramenta, conforme descrito no Quadro 25. Em qualquer uma das regiões, percebe-se que o uso da TIR é predominante entre as empresas grandes (América do Norte e Europa) e de capital aberto (no Brasil). O uso da TIR, conforme os autores anteriormente citados, ainda não é a melhor

opção de técnica de orçamento de capital. Percebe-se, durante a evolução cronológica dos estudos, o aumento do uso da técnica de VPL, orçamento de capital, considerada a mais completa pela teoria. A grande participação da técnica do *payback* nas empresas pequenas e médias ou de capital fechado é evidente. Nas três regiões, observa-se, através desses estudos, que as empresas utilizam mais de uma técnica de orçamento de capital, e, na maioria delas, o *payback* na sua forma simples e não descontado está sempre entre uma delas, embora suas limitações.

Em relação à dimensão custo de capital (Quadro 25), percebe-se um comportamento semelhante na América do Norte e na Europa: as grandes empresas utilizam CAPM e as pequenas são voltadas para as recomendações dos investidores. Percebe-se que, no Brasil, o uso do CAPM não é comum. As SAs de capital aberto utilizam o índice P/L e as de capital fechado utilizam as recomendações dos investidores. Eid (1996) evidenciou que, no Brasil, as empresas têm um comportamento oportunista, procurando sempre as fontes de recursos mais vantajosas em relação ao custo. Poterba e Summers (1995) afirmam que a boa avaliação do custo de capital para projetos de investimento é vista como uma vantagem competitiva pelos mercados mundiais.

Na dimensão estrutura da capital, foram observadas as maiores diferenças (Quadro 25) entre as três regiões. Na América do Norte, foi observada a prática da *pecking order*. Na Europa, a estrutura de capital não foi considerada relevante (nem em relação a um nível alvo, nem em relação à ordem de preferência); o importante é a flexibilidade financeira. No Brasil, foi evidenciada uma estrutura fixa na política de endividamento e os executivos demonstraram uma política oportunista em relação às fontes de recursos, sem evidenciar o seu planejamento. A *pecking order* não foi evidenciada na Europa. No Brasil, Ferreira e Brasil

(1997) testaram a hipótese da *pecking order* e confirmaram a ordem de preferência das empresas pelas fontes de financiamentos sugeridas na teoria. Em contrapartida, Eid Jr (1996) encontrou outra ordem de preferência das empresas: capital de terceiros, capital próprio e lucros retidos . Em suma, a estrutura de capital ainda será alvo de muitos estudos empíricos até que se tenham resultados mais robustos.

A última dimensão pesquisada neste estudo - governança corporativa - evidenciou, através dos demais estudos (Quadro 25), a pulverização das ações nas empresas da América do Norte, considerando os mecanismos importantes de controle de governança corporativa. Na Europa e no Brasil, entretanto, foi evidenciada a concentração (40% a 50%) de ações sobre o controle de poucos (3 a 5) acionistas; pouco controle do mercado de ações sobre as empresas; influência dos bancos financiadores das empresas nos conselhos e decisões. No Brasil, foram evidenciados, todavia, retornos anormais favoráveis às empresas que demonstram boas práticas de governança corporativa.

3 QUALIDADES MÉTRICAS DE UMA SURVEY

Segundo Moacyr Seliar (2005), o primeiro questionário foi elaborado por Marcel Proust, em 1886, e, desde então, os questionários integraram-se ao dia-a-dia das pessoas. No comércio, nos processos seletivos de emprego, nas inscrições para cursos e concursos, nas pesquisas de rua e nas emissoras de televisão, as pessoas são constantemente indagadas sobre seus comportamentos, características e/ou opiniões. Segundo Seliar (2005), os questionários são uma forma de aproximação mais amável com as pessoas do que as afirmações, pois concedem ao respondente a oportunidade de se fazer conhecer e algumas perguntas estimulam a reflexão do entrevistado.

Fink e Kosecaff (1985 *apud* Gunther, 1999) definem o uso de questionários como o “ método para coletar informações de pessoas acerca de suas idéias, sentimentos, planos, crenças, bem como, origem social, educacional e financeira.” Frequentemente, eles são utilizados para investigar determinado assunto nas áreas das ciências sociais. Diante da necessidade de elaboração de um questionário, o pesquisador deve refletir sobre qual o objetivo do estudo em relação aos conceitos a serem pesquisados e à população-alvo.

Segundo Gunther (1999), os objetivos da pesquisa determinam a forma do instrumento; como ele deve ser aplicado; seus itens; sua população-alvo. Esses objetivos determinam também os conceitos a serem investigados e os itens (perguntas) da *survey*. A administração da pesquisa é influenciada pelo tamanho da amostra e o pesquisador deve estar atento ao contexto social em que o questionário será aplicado; à estruturação lógica dos itens; às considerações estatísticas finais. Para se utilizar a metodologia de levantamento em uma pesquisa científica, deve-se ter certeza de que o instrumento foi construído com base na teoria e validado antes de sua aplicação. O processo de validação de um questionário baseia-se na análise de suas qualidades métricas (através dos dados), entre as quais a validade e a fidedignidade.

Para Hair, Anderson, Tathan e Black (2005), a análise dos dados envolve a partição, a identificação e a medida de variação em um conjunto de variáveis, seja entre elas, seja entre uma variável dependente e uma ou mais dependentes. Os dados podem ser classificados de duas maneiras: não-métricos (qualitativos) e métricos (quantitativos). Os não-métricos são atributos, características ou propriedades categóricas que identificam ou descrevem um objeto. Eles descrevem diferenças entre tipos ou espécies (ex.: masculino ou feminino), indicando ausência ou presença de certa característica. As medidas métricas identificam os indivíduos, diferenciando-os por quantidade ou grau (ex.: nível de satisfação).

3.1.1 Validade

A validade de um questionário, segundo Anastasi e Urbina (2000), refere-se àquilo que ele mede e quão bem ele o faz. As autoras apresentam o que se pode inferir sobre os resultados do questionário.

Conforme Vallerand (1989) e Anastasi e Urbina (2000), o processo de validade iniciou com testes escolares para verificar o aprendizado dos alunos e, posteriormente, envolveu testes de seleção. Atualmente, existem duas tendências: uma para orientação teórica fortalecida e outra para uma estreita ligação entre a teoria e a verificação, através da testagem de hipóteses empíricas e experimentais. Com isso, os constructos passaram a ter maior valor por descreverem o comportamento observado. Isso fez com que a validade do constructo passasse a ser fundamental na medida em que especifica o que o teste mede. Alguns procedimentos podem ser utilizados na descrição do conteúdo, como a natureza, os procedimentos específicos, as aplicações e a validade aparente (ANASTASI; URBINA, 2000).

Quanto à natureza, os procedimentos de validação e descrição do conteúdo do questionário envolvem seu exame sistemático para verificar se ele abrange uma amostra significativa do assunto/comportamento a ser medido. Uma dificuldade que pode ocorrer nos questionários é compreensão das questões pelos respondentes, em testes que não têm como objetivo avaliar a interpretação (ANASTASI; URBINA, 2000).

Em relação aos procedimentos específicos, a validade de conteúdo está inserida no questionário, desde o início, através da escolha dos itens apropriados. A descrição da validação do conteúdo deve incluir os procedimentos seguidos para sua elaboração, a fim de assegurar que o conteúdo do teste seja apropriado e representativo. Se houver a participação de peritos na elaboração do instrumento, devem ser identificados seu número e sua qualificação. Se os peritos serviram de juízes na classificação dos itens, as instruções recebidas por eles devem ser descritas, assim como o grau de concordância entre eles. É importante datar os resultados dos períodos, assim como as consultas às referências bibliográficas, visto que a ciência evolui e os resultados poderão ser utilizados e complementados no futuro.

Conforme Cunha (2000) e Anastasi e Urbina (2000), a avaliação de conteúdo também é aplicável para o questionário, pois leva em consideração variáveis observadas durante sua execução, como conhecimento dos respondentes; semelhanças e diferenças entre eles; seus resultados (respostas coletadas até o momento).

Segundo Anastasi e Urbina (2000), deve-se tomar cuidado para não confundir validade de conteúdo com validade aparente (ou de face). Para Cunha (2000), a validade aparente não se refere ao que o teste realmente mede, mas ao que ele parece medir. Embora pareça confundir, a validade aparente é uma característica desejável nos testes. A validade aparente tem também uma função motivadora nos respondentes, pois, algumas vezes, a real função do questionário pode não interessar aos respondentes. Ela tem a função de aumentar a aceitabilidade do público em geral. A validade aparente não é um substituto da validade objetivamente determinada. A melhora da validade aparente não significa a melhora da validade objetiva, mas esta pode acabar sendo influenciada. Esta pesquisa tem uma validade

aparente que é verificar como os CFOs tomam suas decisões, mas a pesquisa visa validar o questionário e verificar a teoria *versus* prática em finanças.

Anastasi e Urbina (2000) observam que as correlações entre um novo questionário e um outro previamente disponível são utilizadas como evidência de validade, principalmente, quando o novo é uma forma abreviada ou estendida do anterior. Para a generalização da validade, pode-se combinar dados de pesquisas passadas e presentes, de estudos realizados em diferentes lugares ou de informações disponíveis em estudos publicados.

A validação de critério, conforme Cunha (2000), é utilizada para verificar a qualidade da escala ou do teste, deste funcionar como um preditor presente ou futuro de outra variável independente, chamada de critério. Quando a escala é desenvolvida como indicador de algum critério observável, a validade da escala pode ser feita investigando quão bem ela funciona como um indicador de critério.

A validação do constructo, para Anastasi e Urbina (2000), focaliza a construção do questionário e a necessidade de se ter hipóteses que podem ser provadas ou refutadas no processo de validação. A validade de um constructo mede um constructo teórico ou um traço. Cada constructo tem o objetivo de explicar e organizar consistências de respostas observadas. Cunha (2000) apresenta algumas técnicas que contribuem para a identificação desses constructos : mudanças desenvolvimentais, correlação com outros testes, análise fatorial, consistência interna, validação convergente e discriminante, intervenções experimentais, modelagem de equação estrutural, contribuições da psicologia cognitiva.

As mudanças desenvolvimentais referem-se, neste caso, à evolução de conhecimento do respondente, que pode ser por idade, tempo de atividade na empresa e grau de instrução, pois se espera que as habilidades aumentem com o passar do tempo. As correlações com outros testes, conforme Anastasi e Urbina (2000), visam apresentar que o novo teste avalia o mesmo conteúdo do anterior. Se o novo questionário não apresentar nenhuma vantagem, a duplicação torna-se desnecessária. Essas correlações são feitas também com o objetivo de demonstrar que o novo questionário está livre de influência de fatores irrelevantes.

A análise fatorial, segundo Hair, Anderson, Tathan e Black (2005), inclui a análise dos componentes principais e a análise dos fatores comuns. É utilizada para avaliar a inter-relação dos dados (variáveis). Ela simplifica a descrição do comportamento, reduzindo o número de variáveis iniciais para fatores comuns, mas com uma perda mínima de informação. Para Pestana e Gageiro (2003), os fatores são utilizados para descrever a composição fatorial do teste (o fator é a variável que busca uma síntese de vários testes ou itens). Os testes são caracterizados por seus fatores mais importantes: escores e correlação do teste com cada fator (o escore do fator ou a carga fatorial é a correlação entre o teste 'item' e o fator). Forma-se assim a validade fatorial, que é a correlação do teste com aquilo que é comum a um grupo de testes ou a outros índices de comportamento. Conforme Anastasi e Urbina (2000), as correlações de consistência interna (fidedignidade), calculadas para cada item ou em subtestes, são essencialmente medidas pela homogeneidade.

A validação convergente e discriminante, conforme Pestana e Gageiro (2003), visa demonstrar a validade do constructo através da correlação alta com as variáveis das quais ele deve diferir. Para uma avaliação simultânea da validação convergente e discriminante, deve-se avaliar duas ou mais características através de dois ou mais métodos. Para uma validade de

constructo satisfatória, os coeficientes de validade devem ser mais altos do que as correlações entre características diferentes medidas pelo mesmo método, exclui-se, assim, a possibilidade de os escores serem afetados por fatores irrelevantes.

As intervenções experimentais avaliam os pré e pós-testes. Anastasi e Urbina (2000) presumem que, para a mesma amostra, haverá mais acertos no pós-teste do que no pré-teste¹. Se uma questão foi respondida errada no pré-teste, supõe-se que no pós-teste ela estará certa. Se o respondente acertar a questão no pré e no pós, deve-se considerar a questão fácil demais; no caso oposto, difícil demais ou com problemas de interpretação. Se uma proporção considerável de respondentes acerta no pré-teste e erra no pós, significa que existe algo errado com o item ou com a instrução.

Na modelagem da equação estrutural, para Anastasi e Urbina (2000), planeja-se um modelo de equações causais hipotéticas a serem testadas. As relações hipotéticas devem possuir fundamentos teóricos sólidos. O modelo é testado através da resolução simultânea de um conjunto de equações de regressão linear. A contribuição da psicologia cognitiva que esse procedimento avalia é o processo de resposta e não o produto final da pesquisa. Ela serve como complemento a outras técnicas de pesquisa e pode ser utilizada de maneira recíproca.

Dentre os vários procedimentos de validação, observa-se que quase todas as informações utilizadas no processo de desenvolvimento ou uso de um questionário são importantes para sua validade. As informações sobre a consistência interna e a confiabilidade de reteste ajudam na definição da homogeneidade do constructo e na sua estabilidade temporal. Após a liberação de um questionário para uso operacional, seus escores podem

¹ O pré-teste ocorre antes da divulgação das instruções relevantes e o pós-teste, depois.

continuar sendo analisados, esclarecendo e enriquecendo ainda mais os resultados e conclusões, através da acumulação gradual de observações clínicas.

3.1.2 Fidedignidade

As medidas de fidedignidade ou confiabilidade de um questionário, conforme Anastasi e Urbina (2000), possibilitam estimar que proporção da variância total dos escores do questionário é uma variância de erro. Qualquer condição que seja irrelevante para o objetivo do questionário representa uma variância de erro. Por isso, os pesquisadores, ao aplicarem seus questionários em diferentes amostras, tentam manter as condições de ambiente, instruções, tempo de aplicação e outros fatores semelhantes para assim reduzir a variância de erro e, tornar os escores dos questionários mais confiáveis. Mesmo com condições ótimas de aplicação para um questionário de coletas de dados, nenhum é perfeitamente confiável, por isso, cada instrumento deve ter uma avaliação de fidedignidade ou confiabilidade.

Conforme Cunha (2000), todos os tipos de fidedignidade avaliam o grau de concordância entre dois conjuntos de escores independentemente derivados. Todos eles podem ser expressos em termos de um coeficiente de correlação. Para essas análises, os questionários podem ser escalares ou não. Os coeficientes de correlação podem ser calculados de diversas maneiras. Os tipos de fidedignidade, conforme Anastasi e Urbina (2000), podem ser: teste-reteste, forma alternada, método das metades, *kuder-richardson* e avaliador (Quadro 26).

Tipo de coeficiente de fidedignidade	Variância de erro
Teste-reteste	Amostragem de tempo
Forma-alternada (imediata)	Amostragem de conteúdo
Forma-alternada (retardada)	Amostragem de tempo e de conteúdo
Método das metades	Amostragem de conteúdo
<i>Kuder-richardson</i> e coeficiente <i>alpha</i>	Amostragem de conteúdo e heterogeneidade de conteúdo
Avaliador	Diferença entre avaliadores

Quadro 26: Fontes de variância de erro em relação aos coeficientes de fidedignidade

Fonte: Anastasi e Urbina (2000)

Neste caso, o coeficiente de fidedignidade é calculado pela correlação entre os escores obtidos, através dos mesmos respondentes, nos diferentes momentos de aplicação. Conforme Cunha (2000), esse método pode ser utilizado tanto para questionários com escalas quanto para sem escalas. As variâncias de erro correspondem às flutuações aleatórias de desempenho entre uma e outra aplicação do questionário, elas podem resultar de condições não controladas, como distrações durante a aplicação do questionário. A correlação do reteste com a primeira aplicação do questionário diminui ao longo do tempo. A fidedignidade do reteste mostra a extensão em que os escores poderão ser generalizados (ANATASI; URBINA, 2000).

Outro cálculo da fidedignidade, conforme os mesmos autores, é o da forma alternada: aplicar o questionário na mesma amostra de indivíduos de maneiras diferentes, por exemplo, com a seqüência das questões invertidas. A correlação entre os escores obtidos nas duas formas representa o coeficiente de fidedignidade do teste. Este é tanto uma medida de estabilidade temporal quanto de consistência de resposta.

Conforme Anastasi e Urbina (2000), usando-se o método das metades (*split-half*), também se encontra a medida de fidedignidade do questionário. Segundo Cunha (2000), este método é utilizado quando uma única versão do teste foi aplicada numa única sessão. Neste procedimento, o questionário é dividido pela metade (metades equivalentes). Com isso, obtém-se dois escores por indivíduo respondente e verifica-se se os eles são correlacionados. Essa divisão oferece uma medida de consistência interna em relação à amostragem de

conteúdo. Quanto maior for o teste, maior a fidedignidade, visto que esta depende do número de itens do teste (CUNHA, 2000).

O método de *Kuder-Richarson* e Coeficiente *Alpha* analisam a consistência das respostas de todos os itens do questionário. O primeiro é influenciado por duas fontes de erro: a amostragem do conteúdo e a heterogeneidade do domínio comportamental amostrado. Quanto mais homogêneo o domínio, maior a consistência interna. Esta é encontrada a partir de uma única aplicação do questionário e baseia-se na avaliação de desempenho de cada item. É mais indicada para questões do tipo ‘certo ou errado’ e ‘tudo ou nada’, também conhecidas como dicotômicas. Para as questões que utilizam escalas, usa-se o coeficiente *alpha* de Cronbach (Cronbach, 1951). Conforme Cunha (2000), o *alpha* varia de 0 a 1 e pode ter valores negativos também (-1 a 0). No caso de o sinal estar negativo, os itens devem ser conferidos para se observar se eles não estão sendo respondidos de forma inversa (sentido oposto) às demais questões do inventário. Ainda segundo Cunha (2000), se isso for verificado, os itens devem ser recodificados de maneira invertida e o *alpha* de Cronbach deve ser calculado novamente. Vallerand (1989), Cunha (2000), Anastasi e Urbina (2000) apresentam como intervalo aceitável para o *alpha* os valores que estão entre 0,7 e 0,9 (estudos exploratórios têm considerado válidos valores acima de 0,6). Abaixo deste intervalo, significa que os itens avaliam assuntos distintos, e, acima, que os itens são redundantes.

Alguns questionários sofrem maior influência de erro do avaliador, por exemplo, perguntas abertas que deixam muitos critérios para o julgamento do avaliador. Estes questionários exigem uma medida de fidedignidade do avaliador. Essa medida pode ser calculada pela amostra dos protocolos dos testes pontuados independentemente por dois

examinadores. Os dois escores obtidos são correlacionados da maneira habitual e o coeficiente de correlação resultante é a medida de fidedignidade do avaliador.

A variabilidade da amostra influencia a fidedignidade do questionário. Em grupos muito heterogêneos, deve-se calcular também a fidedignidade através de subgrupos mais homogêneos.

3.1.3 Mensuração e interpretação

A mensuração e a interpretação dos dados, conforme Anastasi e Urbina (2000), tanto para a validade quanto para a fidedignidade, está relacionada à natureza do grupo de respondentes. Conforme Cunha (2000), quanto maior a amostra, menor a possibilidade de erro. O erro padrão de estimativa do coeficiente de validade é análogo ao de fidedignidade. Esses erros são características dos testes e não das pessoas. Eles estão aleatoriamente distribuídos entre as pessoas. Alguns testes podem ter melhor desempenho para determinados subgrupos da amostra, pois o interesse e a motivação podem funcionar como variáveis moderadoras.

Para Cunha (2000), escalas já construídas e validadas, quando traduzidas (procedimentos formais de tradução, conforme Capítulo 3) e adaptadas para o contexto cultural local, devem ser revalidadas e ter seu coeficiente de fidedignidade calculado novamente.

Pode-se combinar informações de diferentes testes ('bateria de testes'), utilizando-se a equação de regressão múltipla. Segundo Anastasi e Urbina (2000), os testes que tiverem maior correlação com o critério analisado têm maior peso na regressão, e os que duplicarem informação, menor. Pode ser estabelecido, além da análise do perfil, o ponto de corte mínimo, a partir do qual qualquer resultado abaixo é excluído. Na maioria das vezes, é melhor manter o escore real no teste, senão o teste pode apresentar um desempenho melhor do que o real.

O viés de um teste é um erro constante e sistemático e não um erro casual, por exemplo, pode ser causado por uma amostra tendenciosa e não aleatória. Conforme Cunha (2000), o viés do teste está relacionado com o coeficiente de validade, por isso, a validação de testes com amostras pequenas não é adequada (menos de 100 respondentes). Os métodos de validação oferecem uma estrutura para combinar as diferentes abordagens e sistemas de valor e avaliar a efetividade dos resultados.

4 MÉTODO DE PESQUISA

Para responder, adequadamente, a questão central de pesquisa, foram empregados procedimentos éticos, metodológicos e estatísticos. Esses procedimentos são apresentados a seguir. Além desses tópicos, neste capítulo, são apresentados a descrição do instrumento de coleta de dados, suas limitações e o processo de execução.

4.1 Procedimentos Éticos

Para a tradução do questionário *Duke Special Survey on Corporate Policy*, do original em inglês para o português, solicitou-se, em julho de 2005, a autorização formal dos autores americanos, John Graham e Campbell Harvey, ambos da *Duke University*, para replicar no Brasil a *survey* sobre teoria e prática financeira (GRAHAM, HARVEY, 2001).

Obteve-se também, em novembro de 2005, a autorização dos autores do estudo similar europeu (BROUNEN, JONG; KOEDIJK, 2004) para utilizar, no Brasil, a versão (ampliada) deste questionário. Optou-se por implementar, no Brasil, essa versão estendida, por incluir questões sobre governança corporativa.

Para a execução da tradução e validação da versão brasileira do questionário, contou-se com a colaboração de 12 (doze) profissionais da área financeira (acadêmicos e executivos). Foi assegurado a todos que as informações prestadas por eles eram confidenciais e que somente seriam utilizadas para fins científicos, conforme sugerem as recomendações do Comitê de Ética em Pesquisa. Foi assegurado que a divulgação dessas informações seria anônima e em conjunto com as respostas de outros participantes. Assegurou-se aos avaliadores que não teriam nenhuma responsabilidade com relação às opiniões expressas nas publicações oriundas dessa pesquisa.

4.2 Procedimentos Metodológicos

4.2.1 Classificação da pesquisa

Existem várias formas de classificar as pesquisas. Segundo Silva e Menezes (2001), o estudo pode ser classificado quanto à sua natureza e à forma de abordagem do problema. Conforme Gil (1991) e Silva e Menezes (2001), ele pode ser classificado quanto aos seus objetivos e aos procedimentos técnicos. Seguindo a orientação dos referidos autores, assim classifica-se este estudo :

- quanto à sua natureza, é considerado um estudo aplicado, pois visa solucionar questões específicas a partir dos conhecimentos gerados;
- quanto à forma de abordagem do problema, é considerado uma pesquisa qualitativa, pois traduz muitas das informações em números para classificá-las e

analisá-las e utiliza a análise fatorial, mas também considera que existe uma relação dinâmica entre o mundo real e o sujeito, na tradução e validação do questionário, que não pode ser traduzida em números;

- do ponto de vista de seus objetivos, é considerado uma pesquisa descritiva, pois visa à descrição das características de determinada população, com base numa amostra significativa;
- do ponto de vista dos procedimentos técnicos é considerado um levantamento de dados (*survey*), pois questiona diretamente as pessoas (através de um conjunto de perguntas sobre determinado assunto no questionário enviado), cujo comportamento se deseja analisar (GUNTHER, 1999).

Segundo Gunther (1999), diante da necessidade de utilização de um questionário, o pesquisador deve refletir sobre qual o objetivo do estudo em relação aos conceitos a serem pesquisados e à população-alvo.

4.2.2 Seleção dos sujeitos da pesquisa

Para a seleção dos respondentes da pesquisa, foi utilizado o mesmo perfil sugerido pelos autores americanos (John Graham e Campbell Harvey), isto é, os CFOs ou, na realidade brasileira, os executivos financeiros.

Para definir a população e a amostra dos sujeitos participantes desta pesquisa, seguiu-se a definição de Colauto e Beuren (2003), em que população ou universo é a totalidade de

elementos distintos que possuem certa paridade nas características definidas para determinado estudo. A amostra é representada por uma parcela da população selecionada, de acordo com o tipo de amostragem.

4.2.2.1 População da pesquisa

Em relação à população da pesquisa foi adotada estratégia semelhante à de Graham e Harvey (2001), que enviaram seus questionários para as 500 empresas da *Fortune* e para os 4.400 associados do FEI – *Financial Executive Institute*. Nesse estudo, os questionários fossem enviados para os executivos financeiros das empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). As informações iniciais¹ dessas empresas foram obtidas no banco de dados Economatica. Através do SEBRAE, obteve-se a relação das grandes empresas e seus contatos, no estado do Rio Grande do Sul e de São Paulo, que também fizeram parte da pesquisa.

No Brasil, a instituição semelhante ao FEI americano é o IBEF – Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças. Um primeiro contato foi realizado com a intenção de obter parceria para a pesquisa. O Instituto concordou e enviou a carta de apresentação da pesquisa para todos os seus associados via *e-mail*. Cada regional do IBEF recebeu um código de usuário e uma senha distintas para seus associados. As senhas distintas possibilitariam aos pesquisadores a identificação das regionais que estavam participando. Infelizmente, o retorno não correspondeu ao esperado (somente seis, dos, aproximadamente, 5500 associados

¹ Telefone, endereço, pessoa de contato e *e-mail*, em alguns casos.

responderam ao questionário: três de maneira considerada válida e os outros três, inválida por estarem incompletos), apesar da insistência da pesquisadora junto à entidade, reforçando a importância da participação na pesquisa devido à sua abrangência nacional. Por isso, a parceira do IBEF na amostra não foi considerada.

4.2.2.2 Amostra

A amostra total da pesquisa foi composta por 1.699 empresas. Separadamente, 256 empresas da BOVESPA e 1443, do SEBRAE. Dentre os participantes do SEBRAE, 704 foram do estado de São Paulo e 739 do estado do Rio Grande do Sul. A amostra efetiva da pesquisa foi composta por todos os questionários que retornaram respondidos. Ao todo, 160 questionários retornaram, mas 45 foram eliminados por estarem incompletos. A amostra efetiva final foi de 115 questionários.

4.2.3 Coleta dos dados

Os dados foram coletados através dos questionários enviados aos executivos financeiros brasileiros constantes na amostra deste estudo. Foi feito um contato telefônico com os executivos, quando foi explicada a pesquisa, convidado o executivo para dela participar e, em caso de aceite, comunicado o envio do questionário por *e-mail*. O corpo do *e-mail* continha uma carta de apresentação do projeto, com um *link* (codificado, para evitar o

acesso de qualquer pessoa ao *website*) para a *homepage*² do questionário, onde ele poderia ser respondido, um *login* e uma senha,.

Efetuados todos os contatos, foi enviado, por *e-mail*, novamente, o *link* do questionário. Além dessa opção, alguns respondentes (27) preferiram receber o questionário por fax, correio ou no corpo do *e-mail*.

4.2.4 Procedimentos de tradução

A validação transcultural de um instrumento de avaliação é um processo complexo, que requer investimento de tempo e dinheiro. Conforme Caron (2004), esse processo demora, em média, um ano. Para a validação transcultural do questionário, do original em inglês para o português, seguiram-se as orientações de Vallerand (1989) e Caron (2004). Conforme os autores, a utilização de questionários é um aspecto metodológico muito importante nas pesquisas, por isso sua tradução não pode acontecer de maneira não-sistemática. Deve-se levar em consideração que o instrumento será aplicado numa nova realidade e que esta, além da diferença do idioma, pode apresentar diferenças de valores, de cultura, entre outras. Devido a este fato, Vallerand (1989) sugere três alternativas: a) a utilização do questionário original, isto é, no idioma original, no caso inglês, o que restringe a população respondente; b) o desenvolvimento de um novo instrumento no idioma em que o questionário será aplicado, neste caso, em português; c) a validação no novo idioma, neste caso em português, das propriedades métricas do questionário com a população na qual o questionário será aplicado,

² <http://www.unisinos.br/pesquisa/survey2005>.

aqui, a brasileira. Nessa pesquisa, foi utilizada a terceira alternativa proposta por Vallerand (1989).

A implementação da pesquisa foi dividida em oito etapas, que foram necessárias para que o questionário traduzido refletisse o objetivo de pesquisa, conforme mostrado na Figura 8. Esta figura apresenta a seqüência das diferentes etapas seguidas para se ter uma versão válida do instrumento em outro idioma. Assim torna-se mais fácil observar cada etapa e avaliar se é possível passar para a etapa seguinte ou rever a atual. Se na reavaliação for constatada alguma questão mais profunda, deve-se voltar para as etapas iniciais.

As análises estatísticas que suportam esses resultados de validação do questionário são:

- análise fatorial: objetiva responder quais constructos estão implicados nas medidas. A análise fatorial, segundo Malhotra (2001), visa explicar a correlação ou covariância entre um conjunto de variáveis, em termos de um número limitado de variáveis não-observáveis. Essas variáveis não-observáveis ou fatores são calculados pela combinação linear das variáveis originais. Os fatores são extraídos na ordem do mais explicativo para o menos explicativo. Teoricamente, o número de fatores é sempre igual ao número de variáveis. Entretanto, alguns poucos fatores são responsáveis por grande parte da explicação total;
- análises correlacionais: visam responder quais são os níveis de associação linear das questões. Estas medidas dão suporte aos índices *alpha* de Cronbach, que respondem quanto à consistência interna do instrumento.

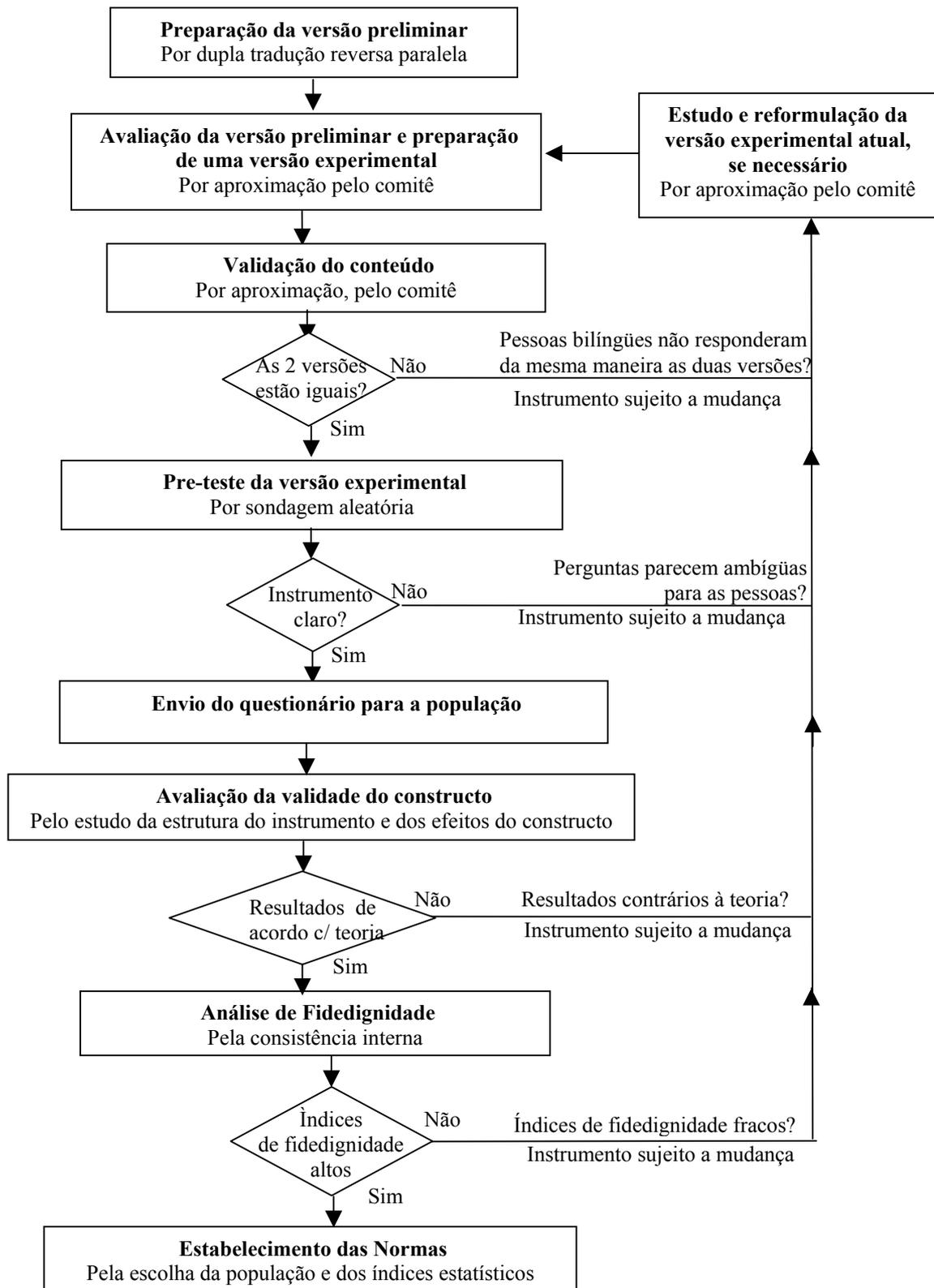


Figura 8: Apresentação seqüencial das diferentes fases sistemáticas da metodologia de validação transcultural dos questionários.

Fonte: Adaptado de Vallerand (1989)

Caron (2004) alerta os pesquisadores para cuidarem, durante todo o processo de tradução e validação, se a equivalência de expressões e conceitos nas diferentes culturas está correta e se há uma equivalência experimental (por ex.: pode ser que na cultura original alguns itens sejam considerados mais importantes que na cultura em que o instrumento será aplicado). A Figura 8 está organizada em função das diferentes etapas propostas. A seguir, conforme a ordem sugerida na figura, estão descritas, detalhadamente, as etapas e como essas foram aplicadas no presente estudo.

4.2.4.1 Preparação da versão preliminar

Nesta primeira etapa, segundo Vallerand (1989) e Guillemin, Bombardier e Beaton (1993), para a tradução preliminar, pode-se utilizar: tradução tradicional, método de comitê ou a tradução inversa. Conforme os autores:

- tradução tradicional - o questionário é traduzido por um pesquisador bilíngüe ou um tradutor juramentado. Devido aos vieses lingüísticos, psicológicos e de compreensão dos pesquisadores, essa tradução pode ocasionar divergências entre a versão original e aquela em outro idioma. Segundo Vallerand (1989), esta técnica é a mais utilizada (7 em cada 12 estudantes a utilizam), mas, mesmo com a participação de tradutores juramentados, ela não é a mais recomendada;
- técnica de comitê - é aquela em que um grupo de pessoas bilíngües traduz conjuntamente o instrumento. Essa técnica pode oferecer uma garantia contra o viés de um único pesquisador responsável pela tradução, pois se propõe diminuir esses vieses com as discussões de comitê ou de um grupo de tradução. É possível, porém, que os

vieses ainda continuem, mesmo com um comitê. Se a participação de um dos idealizadores do instrumento for possível, a compreensão do instrumento pelos pesquisadores que o estão traduzindo melhora. A dificuldade de tradução neste método é que ela depende do consenso do grupo;

- técnica reversa (*backtranslation* ou *retro-translation*) - necessita de mais de duas pessoas. A primeira etapa é diferentes pessoas fazerem uma ou mais traduções do instrumento do idioma original para o idioma do estudo. Normalmente, é traduzido por pessoas bilíngües. Posteriormente, a versão traduzida é retraduzida para o idioma original por outras duas pessoas bilíngües. Para esta retradução, é solicitado aos tradutores que não consultem a versão original. A idéia é que a versão retraduzida se aproxime muito da original. A consolidação da versão retraduzida é feita pelo método de comitê. O comitê avalia qual das retraduições aproxima-se mais da original, assim pode analisar se a tradução para o idioma em questão está boa ou não. Nesta verificação, o comitê pode fazer alterações na versão traduzida, de maneira que esta reflita o mais próximo possível a versão original e, assim, se tenha uma versão preliminar. Nesta técnica, é difícil que o viés de um tradutor passe pela versão preliminar. Outra vantagem é que este método permite a comparação entre a versão traduzida e a original.

Um exemplo prático do uso deste terceiro método são os estudos sobre a validação transcultural do Questionário sobre a Educação à Carreira (QEC), de Balbinotti e Tétréau (2002) e do Teste de Orientação da Vida (TOV-R), de Bandeira *et al.* (2002), que utilizaram as recomendações de Vallerand (1989). Primeiro, utilizaram a tradução reversa (*backtranslation*) por duas pessoas bilíngües. A primeira, de origem brasileira, traduziu do francês para o português e a segunda, de origem francesa, do português para o francês. Esse

método é considerado ideal para se obter a equivalência perfeita da versão traduzida para a original.

4.2.4.2 Avaliação e modificação da versão preliminar

Nesta fase do estudo, o objetivo é obter a reprodução fidedigna da versão original. Para isso, Vallerand (1989) e Guillemin, Bombardier e Beaton (1993) propõem que se realize uma reunião de comitê, isto é, uma reunião de três pessoas (diferentes das que traduziram) para a avaliação da versão preliminar e eventuais ajustes. Nesta fase, é verificada a clareza das questões.

A avaliação precisa da versão preliminar é uma fase muito importante no processo de validação transcultural, pois esta resultará numa versão experimental. Essa avaliação deve ser feita pelo método de comitê, para evitar, ao máximo, os vieses lingüísticos dos pesquisadores. Esse comitê pode ser formado de três maneiras: a) pelo grupo de pesquisadores; b) pelo grupo de pesquisadores mais o comitê da versão preliminar; c) pelo grupo de pesquisadores, o comitê da versão preliminar e um dos tradutores do questionário original. Guillemin, Bombardier e Beaton (1993) evidenciam a importância de se ter um comitê formado também com pessoas do público-alvo do instrumento, para se observar se os itens estão sendo compreendidos pelas pessoas às quais o instrumento será aplicado.

O primeiro tipo de comitê não é recomendado por incluir somente os pesquisadores e pela possibilidade de estes não conseguirem evitar seus vieses. O segundo tipo é melhor que o

primeiro, pois inclui também as pessoas que fizeram a tradução inversa (elas não tiveram contato com a versão original). As chances de erros na tradução e/ou de vieses acontecerem são menores, visto que o comitê dispõe das traduções, das retraduições, da versão original e da versão preliminar. Mesmo assim, pode acontecer de algum viés da versão preliminar ser incorporado na versão experimental, pois pode haver deficiência de compreensão lingüística de parte do comitê (no outro idioma) e, sem a presença de um dos autores originais, pode haver erro de compreensão. No terceiro tipo, além dos pesquisadores, do comitê da versão preliminar, há também a participação de um autor da versão original. A junção desses três personagens assegura que a versão experimental represente bem o instrumento original, sem falhas, incompreensões e vieses lingüísticos no idioma escolhido.

Essa avaliação da versão preliminar é feita de maneira sistemática e em duas etapas. Na primeira, cada versão retraduzida para o idioma original é comparada com a versão original. Se as traduções forem iguais (ou praticamente, isto é, se tiverem o mesmo significado), a questão traduzida é aprovada neste critério. É considerado que esta tradução representa uma tradução fiel do idioma original. Esta etapa é um pré-requisito para a próxima. Na segunda etapa, é necessário verificar se os termos utilizados na tradução têm o mesmo conteúdo do questionário original. Por exemplo, às vezes, dois termos juntos, numa tradução literal, podem adquirir significados diferentes. O comitê tem autonomia para alterar a versão preliminar, se necessário, para que a versão preliminar e a original tenham o mesmo significado. Seguindo o exemplo prático de Bandeira *et al.* (2002), no estudo do TOV-R, os autores reuniram um grupo e três pessoas que compararam o original (francês) com o retraduzido, para verificar as inconsistências e chegar à primeira versão experimental em português.

4.3 Procedimentos Estatísticos

Nesta etapa do trabalho, inicia-se a descrição detalhada dos procedimentos estatísticos utilizados durante a pesquisa. Entre esses procedimentos, encontram-se o de Hernandez-Nieto (2002), com o cálculo do coeficiente de validade de conteúdo; o de Pestana e Gageiro (2003) e Garson (2005) com a análise fatorial para o cálculo da validade; o *Alpha* de Cronbach para a fidedignidade; o de Cunha (2000) e Balbinotti (2004; 2005), com as sugestões de interpretações desses valores.

4.3.1 Avaliação da validação do conteúdo

Nesta etapa, segundo Hoppen *et al.* (1997) e Caron (2004), pode-se utilizar duas técnicas para validar um instrumento: pré-testes na amostra ou juízes-avaliadores. Neste caso, optou-se pelo segundo, isto é, foi realizada uma avaliação do questionário por juízes-avaliadores. Todas essas etapas visam deixar o instrumento o mais claro possível. Nesta etapa, também é avaliada a clareza e a pertinência de cada questão. A validação do conteúdo é uma avaliação subjetiva (pessoal) e não-quantitativa e verifica se o teste em questão mede o que ele se propõe medir (VALLERAND, 1989).

Outra utilidade desta etapa do estudo da versão traduzida consiste em verificar se, nos itens avaliados pelo comitê, num momento de discordância, há um ponto que se pareça mais com o original. Por exemplo, pode-se colocar no questionário traduzido (nesta etapa) duas

versões de uma mesma questão. O comitê de clareza e pertinência avalia as duas, a que melhor refletir a versão original (maior pontuação) é escolhida para permanecer no instrumento. Assim, esta fase da análise transcultural permite obter as respostas quantificadas das questões, em que o comitê respondeu de maneira subjetiva. Com isso, diminuem-se as chances de erro.

Hernandez-Nieto (2002) propõe um método de validade de conteúdo para cada item, bem como para todo o instrumento. Este método, além de avaliar a concordância entre os juízes, avalia a validade do conteúdo, deficiente em outros métodos, como o KAPPA. Esse método, denominado CVC (Coeficiente de Validade de Conteúdo), é calculado com base nos resultados dos juízes. Hernandez-Nieto (2002) recomenda um mínimo de 3 e um máximo de 5 juízes e uma escala de avaliação para os itens que varie de 1 a 5. Esse resultado mostra a equivalência de conteúdo, mas não informa sobre as características métricas da versão traduzida (VALLERAND, 1989; HERNANDEZ-NIETO, 2002).

Para avaliar esta etapa, foi realizado o teste de coeficiente de validade de conteúdo (HERNANDEZ-NIETO, 2002), que faz o cálculo estatístico da clareza e da pertinência através das análises correlacionais de cada questão individualmente e em grupo. Neste procedimento, se a análise constatar que existem questões que não são pertinentes para a realidade brasileira, essas questões continuarão no questionário, porém, na análise final dos resultados, esse fato deve ser alertado aos leitores. O cálculo do CVC é feito da seguinte maneira:

- 1) com base nas notas dos juízes, calcula-se a média das notas de cada item (Mx):

$$M_x = \frac{\sum_{i=1}^J x_i}{J} \quad (14)$$

onde $\sum x_i$ representa a soma das notas dos juízes e J representa o número de juízes que avaliaram o item.

2) Com base na média, calcula-se o *CVC* para cada item (CVC_i):

$$CVC_i = \frac{M_x}{V_{máx}} \quad (15)$$

onde $V_{máx}$ representa o valor máximo que o item poderia receber.

3) Hernandez-Nieto (2002) recomenda ainda o cálculo do erro (Pe_i), para descontar possíveis vieses dos juízes avaliadores, para cada item:

$$Pe_i = \left(\frac{1}{J}\right)^J \quad (16)$$

4) Com isso, o *CVC* final de cada item (CVC_c) será:

$$CVC_c = CVC_i - Pe_i \quad (17)$$

5) Para o cálculo do *CVC* total do questionário (CVC_t), para cada uma das características (clareza de linguagem e pertinência prática), Hernandez-Nieto (2002) sugere:

$$CVC_i = Mcvc_i - Mpe_i \quad (18)$$

onde $Mcvc_i$ representa a média dos coeficientes de validade de conteúdo dos itens do questionário, e Mpe_i , a média dos erros dos itens do questionário.

Após o cálculo, Hernandez-Nieto (2002) recomenda que sejam consideradas aceitáveis somente as questões que obtiverem $CVC_c > 0,8$. Entretanto, supondo que os juízes poderiam não ter a mesma formação e, com isso, ter diferentes opiniões, considerou-se importante relativizar o ponto de corte para 0,7. Esses valores foram considerados limítrofes. Valores inferiores a 0,7 foram considerados inaceitáveis. O mesmo procedimento foi utilizado para avaliar as questões quanto à sua pertinência prática. Para o cálculo da dimensão teórica, foi considerada a dimensão predominante entre as avaliações dos juízes. No caso de empate, a questão não foi analisada neste critério.

Feito isso, para a finalização da versão experimental, deve-se assegurar que esta esteja na mesma formatação da original, antes de ser enviada para a população. A montagem/elaboração diferente pode trazer resultados diferentes (VALLERAND, 1989).

4.3.2 Avaliação da versão experimental por um pré-teste

O pré-teste serve para avaliar se as questões são compreendidas pela população-alvo. Normalmente, usa-se uma soma aleatória (os pesquisadores escolhem aleatoriamente pessoas

para a aplicação do teste) e o método de teste – reteste, que consiste em entrevistar duas vezes as mesmas pessoas, em diferentes momentos. Vallerand (1989) sugere uma amostra de 20 pessoas. Se as questões estiverem claras, as respostas serão similares.

Essa aplicação demanda tempo. Para a economia de tempo (no caso de o pesquisador não o ter), Vallerand *et al.* (1989) sugerem solicitar aos respondentes que, além de responderem o questionário, assinalem as questões ambíguas ou de difícil compreensão (e, se possível, expliquem o porquê), para que sejam aceitas, já na primeira aplicação do teste, as questões em que não houve divergência. Se for constatado que muitas questões apresentaram problemas de interpretação, o questionário deve ser analisado novamente pelo comitê e alterado no que for necessário. Se foram solicitações simples, os próprios pesquisadores podem fazer as alterações. O passo seguinte, conforme o exemplo de Bandeira *et al.* (2002), foi aplicar e discutir esta versão numa amostra de 20 estudantes. As alterações foram apresentadas ao grupo e discutidas, as considerações necessárias foram incorporadas ao questionário. Esse processo foi repetido até não existirem mais dúvidas e se chegar a uma versão final para o contexto brasileiro.

4.3.3 Envio do questionário para a população

Quando se chegou a esta fase, as questões da versão experimental já tinham sido consideradas claras e pertinentes com base nos cálculos dos retornos dos juízes avaliadores. O questionário foi então enviado para toda a população. O seu retorno respondido propiciou a

execução das próximas fases. Com a intenção de aumentar a sua taxa de retorno, enviou-se o instrumento em duas ocasiões,:

- o primeiro envio do questionário foi feito em 15 de julho de 2005. Na seqüência, os executivos que faziam parte da população-alvo deste estudo foram contatados, via telefone e/ou *e-mail*, no qual constava o *link* da página do questionário³, Neste contato, foi-lhes explicado o objetivo do estudo e a importância de sua participação;
- o segundo envio aconteceu em 15 de agosto de 2005. Novamente os questionários foram enviados para todos os executivos da população, seguindo o mesmo procedimento adotado por Graham e Harvey (2001) e Brounen, Jong e Koedijk (2004).

Após o envio dos questionários e o contato via telefone, aguardou-se um mês pelo retorno dos instrumentos respondidos (aproximadamente, até 15 de setembro de 2005). O prazo para a conclusão desta pesquisa foi um limitador relevante para estabelecer a data limite de aguardo do retorno das respostas.

Vallerand (1989) e Caron (1993) sugerem mais três etapas para que o instrumento, na versão traduzida, possa ser recomendado para uso: validação da construção do instrumento; análise da fidedignidade; estabelecimento de normas do instrumento. Essas etapas são tratadas a seguir.

³ <http://www.unisinos.br/pesquisa/survey2005>

4.3.4 Avaliação da validade do constructo

A fim de analisar as propriedades métricas do questionário, isto é, a sua validade, Bandeira *et al.* (2002) realizaram uma análise fatorial exploratória, com rotação Varimax, para verificar a estrutura fatorial do teste. A consistência interna foi verificada pela análise do coeficiente *alfa* de Cronbach. Neste estudo, procedeu-se da mesma maneira em relação aos questionários que retornaram.

Conforme Cunha (2000) e Balbinotti (2005), a avaliação de validade do constructo permite verificar se ele mede bem cada teoria especificada. Essa avaliação visa assegurar que a versão traduzida é suficientemente sensível para observar os efeitos hipotéticos do constructo próprio da teoria. Segundo Caron (1993), um questionário pode apresentar validade concomitante e de conteúdo, mesmo sem apresentar validade de constructo. Essa validação pode ser feita em três níveis: estrutura do constructo; relação entre os diferentes constructos inerentes à estrutura teórica (assim como suas conseqüências); correlação entre os constructos.

O primeiro nível de análise, que avalia a validade do constructo, consiste, segundo Vallerand (1989), em demonstrar que ele foi bem formulado com base na teoria que o sustenta. Dependendo da técnica de análise, pode-se estudar os resultados dos agrupamentos dos itens e, assim, também verificar se os resultados demonstram bem a teoria. A análise fatorial, segundo Cunha (2000), é uma das ferramentas mais utilizadas para avaliar a validade dos constructos. Ela pode ser exploratória ou confirmatória. Os pesquisadores utilizam a exploratória, submetendo os resultados a determinados *softwares* para provar que

reproduziram a estrutura original. Assim eles testam exaustivamente os itens em diferentes fatores. Se os resultados obtidos correspondem aos originais, tem-se a validação do constructo. Se os resultados não condizem com os originais, deve-se voltar ao comitê e rever os itens problemáticos. A análise confirmatória permite verificar estatisticamente se a forma traduzida corresponde à versão original. Se, neste caso, for constatado que alguns itens não são equivalentes, esses estarão sujeitos a reformulações.

O segundo ponto a ser observado, segundo Vallerand (1989), é a relação entre os diferentes constructos inerentes ao modelo teórico. Com o intuito de demonstrar que os itens se agrupam conforme os fatores (conforme a teoria), analisam-se as correlações positivas e negativas. Isso serve como suporte adicional à teoria para a validade do constructo da versão traduzida do instrumento.

A terceira etapa - efeitos ou correlação do constructo - avalia, segundo Vallerand (1989), se o instrumento serve para medir se o constructo produz os efeitos conforme as hipóteses teóricas. A reprodução do estudo pode gerar resultados diferentes do original por alguma fragilidade do estudo em questão, como ausência da validação do questionário no idioma original ou pode o questionário ser adequado, mas o constructo não produzir os mesmos efeitos que o aplicado na cultura e no idioma original. Se a versão traduzida apresentar as propriedades métricas adequadas, o instrumento pode ser utilizado em pesquisas.

4.3.5 Avaliação da fidedignidade e da consistência interna do instrumento

Segundo Caron (2004), a fidedignidade é uma medida essencial para assegurar a validade de um instrumento. A análise de fidedignidade consiste na avaliação da precisão do instrumento, pouco importando qual a medida utilizada na análise do constructo. Mais comprovações da fidedignidade são encontradas através da análise da consistência interna e da estabilidade temporal. Quando é utilizada uma escala contínua no instrumento (por ex.: Likert), a análise do *alpha* de Cronbach é recomendada. Esta análise, segundo Garson (2005), permite avaliar o grau em que os itens estão correlacionados entre si e em que ponto são homogêneos, levando em consideração o nome dos itens do teste em questão, segundo a fórmula:

$$Alpha = \frac{N_p}{[1 + p(N - 1)]} \quad (19)$$

onde

N – número do item da escala;

p – representa a correlação média entre os itens.

Conforme Caron (2004) e Cunha (2000), o valor do *alpha* pode variar de 0 a 1,00. Quanto maior o valor, melhor a consistência interna, mas é preferível que fique entre 0,7 e 0,9⁴, para escalas de até cinco itens de grau. Índices acima de 0,9 podem demonstrar certa redundância de informação entre os itens. Índices abaixo de 0,7 podem indicar que as questões ou itens não estão avaliando o mesmo conteúdo. Índices situados um pouco antes

dos valores recomendados (0,6) têm sido aceitos comumente em outros estudos (VALLERAND, 1989).

A segunda medida de fidedignidade é a propriedade de estabilidade temporal do instrumento. A estabilidade temporal é avaliada com base nas respostas do instrumento. Um mesmo grupo de respondentes deve responder ao instrumento duas vezes, com um intervalo de um mês. Se o instrumento for estável, as respostas dos respondentes deverão se manter estáveis, mesmo decorrido certo tempo entre as duas passagens do instrumento. Segundo Vallerand (1989) e Caron (2004), os índices de correlação de 0,6 ou mais para a reaplicação são satisfatórios. Os valores dos índices diminuem progressivamente com o aumento do tempo entre uma aplicação e outra. Se os resultados forem satisfatórios, passa-se para o estabelecimento de normas.

O teste do TOV-R foi aplicado duas vezes, conforme Bandeira *et al.* (2002), com intervalo de um mês, para verificar a fidedignidade e a estabilidade temporal do mesmo. A análise da estabilidade temporal não foi realizada neste estudo.

Para Caron (2004), a validade do constructo verifica se o questionário traduzido mantém as mesmas relações que o questionário original quanto à abrangência do conhecimento da teoria ou fenômenos estudados. Assim se verifica se o questionário não está apresentando validade aparente de conteúdo. A estrutura do constructo é verificada pela análise fatorial. Essa avalia o questionário através de suas dimensões. Com isso, se observa se uma dimensão é explicada por um ou mais fatores (análise exploratória). Verifica-se depois se a estrutura original corresponde à estrutura traduzida.

⁴ Observou-se variabilidade de 0,5 nessa faixa, tanto para mais quanto para menos, entre os autores consultados.

Na relação entre os componentes do constructo, é importante verificar se a correlação entre fatores da versão original se confirma na versão traduzida. Isso dá mais credibilidade à validade do constructo e reforça a teoria. Como consequência dessa validação do constructo, verifica-se se as hipóteses teóricas são confirmadas pelo instrumento empiricamente. Essas confirmações contribuem para a validade do constructo.

4.3.6 Estabelecimento de normas

Segundo Vallerand (1989) e Caron (2004), esta é a última etapa para a conclusão da validação transcultural. Após os cálculos, observa-se o que caracteriza e diferencia este grupo de indivíduos do grupo de indivíduos do estudo original. Assim é possível estabelecer, pelas medidas das duas versões, se os indivíduos distinguem-se ou não.. Algumas características não monitoradas da amostra podem influenciar esses números, como sexo, idade e formação dos respondentes. As normas são estabelecidas pelos comportamentos comuns observados nas diferentes regiões onde o estudo foi aplicado.

Nesta fase, a partir dos resultados obtidos, é possível a comparação entre as diferentes amostras em que o questionário foi aplicado e sua verificação, ou seja, é possível confirmar se o questionário, quando aplicado no Brasil, mede o que ele se propôs a medir. É possível também a comparação entre os países onde o mesmo instrumento foi aplicado.

Neste caso, pode-se exemplificar a oitava fase com dois estudos. No primeiro, realizado por Bandeira *et al.* (2002), foi comprovada a estabilidade temporal ou fidedignidade

do TOV-R. Para a comprovação, foi feita a análise correlacional de *Pearson* entre os valores das duas aplicações (teste e reteste). A consistência interna foi comprovada através do cálculo do coeficiente *alpha* de Cronbach. Os resultados mostraram homogeneidade ou fidedignidade de seus itens. A validade do constructo e da amostra foi obtida pela análise fatorial exploratória, com rotação Varimax, entre os itens positivos e negativos do TOV-R. O teste de Bartlett indicou a adequação da matriz de correlação.

A pesquisa realizada por Balbinotti e Gavronski (2004) apresentou a validação das propriedades métricas do IMCI14K (instrumento de coleta de dados da ISO 14000), em uma amostra de 65 empresas. O estudo objetivou estudar as propriedades métricas de um novo inventário de motivações às certificações ISO 14001. Os autores utilizaram um inventário com quatro dimensões distintas, não esquecendo de observar as qualidades métricas (validade e fidedignidade). Este instrumento pode, portanto, ser utilizado em futuras pesquisas. Foi utilizada a escala Likert (1-5) e ele teve como ponto inicial os constructos teóricos da literatura, distribuídos nas quatro dimensões. Balbinotti e Gavronski (2004) apresentaram os resultados das análises descritivas, da estrutura fatorial exploratória do inventário IMCI14K e da correlação entre as quatro dimensões avaliadas. Os resultados obtidos, conforme os autores, mostraram que as qualidades métricas gerais do IMCI14K são satisfatórias e confirmam que o inventário mede o que ele se propõe a medir. Este inventário foi elaborado a partir da realidade sócio-político, econômica e cultural brasileira e apresenta as qualidades métricas adequadas. Os dois exemplos, após a validação, baseados na metodologia de Vallerand (1989), aceitaram seus constructos para sua aplicação na realidade brasileira.

Na análise do resultado da versão traduzida, segundo Caron (2004), é provável que alguns fenômenos não tenham a mesma intensidade, amplitude ou freqüência na versão

original. Se for observada uma distribuição muito diferente entre as duas versões, pode ser uma sinalização de que o instrumento não é apropriado para esta cultura.

Além da execução cuidadosa de cada etapa, deve-se ter especial atenção com o uso das ferramentas estatísticas e a interpretação de seus resultados. A conclusão dessa etapa ressalta três aspectos importantes. Primeiro, a aparentemente simples tradução de um instrumento exige um rigoroso cuidado metodológico para se ter o questionário fiel à nova realidade. Segundo, evidencia-se a importância do pré-teste e da validação de conteúdo (CVC) para a construção dos itens problemáticos. Terceiro, as validações estatísticas dão confiabilidade para a aplicação clínica do mesmo na nova realidade em questão.

4.4 Instrumento

Como instrumento de coleta de dados, foi utilizada a versão traduzida, nesta pesquisa, do questionário *Duke Special Survey on Corporate Policy*, que contém tanto perguntas abertas (3) quanto fechadas (14). As fechadas dividem-se em questões escalares, de uma única escolha e de múltipla escolha.

Inicialmente, o instrumento foi preparado e formulado para ser enviado por correio comum, com postagem de retorno paga, pois a literatura apontava as demais formas de transmissão (fax, *e-mail*, *website*, etc.) como sujeitas a tendenciosidades e a menores índices de resposta. Dommeyer e Moniarty (1999/2000), por exemplo, referenciam estudos anteriores que mostram os problemas do uso do *e-mail* como veículo de levantamento e citam como suas

principais dificuldades: não permitir o anonimato; poder ser facilmente excluído ou ignorado e, mais grave, muitos respondentes sentirem-se confusos, por não saber como responder. Por isso, foram adotadas as recomendações de Klassen e Jacobs (2001), de permitir o envio por múltiplos meios e a resposta por múltiplos meios. Ao se contatar o possível respondente, era oferecida a possibilidade de envio do questionário por correio comum, fax, *e-mail* ou *homepage*.

O questionário em apreciação é composto por 17 questões, algumas subdivididas, totalizando 188 itens. Desses, 11 itens referem-se à opção 'outras...', em que o respondente pode fazer uma complementação. A questão 17, composta por 50 itens, refere-se à caracterização da empresa e do respondente,. Para a avaliação do coeficiente de validade de conteúdo e da dimensão teórica correspondente, somente 127 itens foram analisados. Esses itens estavam divididos em quatro dimensões teóricas: estrutura de capital, custo de capital, orçamento de capital e governança corporativa.

O questionário foi desenvolvido em formato .pdf e .doc para os usuários que preferiram recebê-lo e retorná-lo por *e-mail* ou por fax. Como alternativa, foi também disponibilizado o endereço *web* (<http://www.unisinos.br/pesquisa/survey2005>), no qual questionário também poderia ser respondido.

Conforme Gunther (1999), os questionários devem ter mais de um modelo (ex.: alterar a seqüência das questões) para evitar que as primeiras questões tenham índices de respostas maiores que as últimas. Pensando nisso, o questionário na *web* tem quatro formatos. A seqüência do questionário dependeu da senha e da identificação de usuário que o executivo

recebeu no *e-mail*. A única questão que se manteve fixa foi a de caracterização do respondente e da empresa, questão 17, que permaneceu sempre como a última.

4.5 Método TDM para Levantamento

O processo adotado foi o TDM (*Total Design Method*), de Dilmann (1978). Segundo o autor, este método de levantamento de dados baseia-se na teoria do intercâmbio social, em que os indivíduos são motivados pelo retorno que suas ações trazem ou pelo que eles esperam que tragam dos demais indivíduos. No final, apesar dos levantamentos para estudos organizacionais tratarem de unidades de análise coletiva (corporações, filiais, departamentos), quem toma a decisão de responder e quem efetivamente responde é uma única pessoa.

Para Dilmann (1978), seu método garante um retorno melhor dos questionários enviados ao oferecer elementos que respondem adequadamente aos principais pontos da teoria do intercâmbio social, como: recompensa ao respondente, redução de custos ao respondente e estabelecimento de relação de confiança com o respondente. Detalhes desses elementos são apresentados no Quadro 27.

Recompensa ao respondente	Mostrar consideração. Fornecer apreciação verbal. Usar uma abordagem consultiva. Dar suporte a seus valores. Oferecer recompensas tangíveis. Fazer o questionário interessante.
Reduzir os custos do respondente	Fazer a tarefa parecer breve. Reduzir o esforço mental e físico necessário. Eliminar chances de embaraço (por ex.: garantindo o anonimato). Eliminar qualquer possibilidade de inferioridade em relação ao pesquisador.
Estabelecer uma relação de confiança	Prover antecipadamente um sinal de apreciação. Identificar a pesquisa com uma organização conhecida que tenha legitimidade. Construir outras relações de intercâmbio.

Quadro 27: Fatores que podem aumentar o índice de resposta em um levantamento.

Fonte: Dilmann (1978, p. 18)

Como condução do processo, Dilmann (1978) recomenda que ele seja planejado com antecedência e propõe os seguintes passos: identificar todas as tarefas a serem executadas; determinar como cada tarefa é dependente de outras; determinar em que ordem as tarefas devem ser desempenhadas; decidir o meio pelo qual cada tarefa deve ser executada.

O autor propõe esses passos, pois afirma ser comum aos pesquisadores não conseguirem fazer *follow-ups* de toda a amostra, obtendo uma taxa de resposta menor que a esperada. Os elementos da execução de um levantamento via correio, segundo Dilmann (1978), são: desenvolvimento do apelo básico (para resposta); desenvolvimento da carta de apresentação; impressão da carta de apresentação; preparação do envelope; adição do selo; identificação do questionário; preparação dos envelopes de retorno; montagem do *kit* de envio; seleção da data de envio; envio e *follow-ups* (novas remessas). Alguns desses procedimentos foram seguidos nesta pesquisa, mas alguns perderam o sentido, uma vez que se adotou um método híbrido: fax, correio normal, correio eletrônico.

4.6 Limitação do Método

A análise dos resultados desta pesquisa está restrita ao número de questionários válidos que retornaram e à comparação com os resultados da América do Norte e Europa, onde o mesmo instrumento foi aplicado.

A extensão do questionário fez com que alguns dos respondentes não o concluíssem. A falta de identificação dos respondentes dificultou o controle, por parte da pesquisadora, das empresas que já haviam participado e das que estavam pendentes de resposta, o que impediu que ligações telefônicas fossem realizadas, para auxiliar no retorno dos questionários.

Outra limitação foi identificada na página *web* de pesquisa: além do tamanho do questionário, o fato de os respondentes terem que mudar de página para seguirem respondendo fez com que alguns desistissem. Isso foi identificado por contatos telefônicos que os respondentes fizeram com a pesquisadora.

4.7 Execução da Pesquisa

Para iniciar o processo de tradução da pesquisa, contataram-se doutores em finanças de sete universidades brasileiras (duas de São Paulo, uma de Santa Catarina, duas do Rio Grande do Sul e duas do Rio de Janeiro) e de duas estrangeiras (uma do Canadá e outra dos Emirados Árabes Unidos), convidando-os a participar da pesquisa. Foram também contatados

e convidados para participarem deste estudo dez executivos de empresas com abrangência em todo o território brasileiro e algumas, com abrangência internacional.

Após o contato e a obtenção da concordância dos convidados, iniciaram-se os procedimentos de tradução. O questionário (Apêndices A e B) utilizado foi traduzido do inglês para o português por duas pessoas bilíngües (dupla tradução reversa), da área financeira. Os dois tradutores eram de nacionalidade brasileira, com doutorado realizado integralmente no exterior, em língua inglesa. Após fazerem individualmente a tradução, os dois reuniram-se em comitê e, com base em suas versões, foi consolidada uma versão em português. Posteriormente, foi feita a retradução, isto é, outras três pessoas bilíngües da área financeira fizeram a tradução da versão em português para inglês. Um tradutor era de nacionalidade americana, residente no Brasil, e os outros dois tradutores de nacionalidade brasileira, um residente no Canadá e outro nos Emirados Árabes Unidos, ambos países que têm como um de seus idiomas oficiais o inglês.

De posse das traduções, as três versões em inglês foram analisadas e foi verificado se as versões traduzidas para o inglês refletiam a versão original. Isso foi feito através de um método de comitê que reuniu quatro pessoas: um dos tradutores do original em inglês para o português, a pesquisadora, um acadêmico na área financeira e um executivo e acadêmico da área financeira. Nessa reunião, todas as questões divergentes, do original em inglês, foram discutidas, as sugestões analisadas e, quando oportuno, incorporadas ao instrumento, consolidando-se uma versão preliminar do questionário.

De posse da versão preliminar, foi elaborada uma planilha para a aprovação do questionário por juízes-avaliadores. Essa planilha consistiu na avaliação do questionário em três critérios:

- clareza de linguagem: considerou-se a linguagem utilizada, tendo em vista que os respondentes eram executivos financeiros de grandes empresas brasileiras. Exemplo: “Os senhores acreditam que os itens são suficientemente claros, portanto, compreensíveis, para esta população? Em que nível?”
- pertinência prática: considerou-se a relevância da questão para a realidade dos executivos financeiros dessas empresas. Exemplo: “Os senhores acreditam que este item é pertinente para esta população? Em que nível?”
- dimensão teórica: considerou-se a adequação do item a uma das 4 dimensões teóricas que este instrumento se propunha a avaliar. Exemplo: “A qual dimensão os senhores acreditam que este item pertence? Assinale apenas aquela que MELHOR representa o item avaliado.”

Instruções sobre como responder as questões encontravam-se na carta (Apêndice C), conforme mostra o Quadro 28.

CLAREZA DE LINGUAGEM	PERTINÊNCIA PRÁTICA	DIMENSÃO TEÓRICA
1 – Pouquíssima	1 – Pouquíssima	A – Orçamento de Capital
2 – Pouca	2 – Pouca	B – Custo de Capital
3 – Média	3 – Média	C – Estrutura de Capital
4 – Muita	4 – Muita	D – Governança Corporativa
5 – MUITÍSSIMA	5 – MUITÍSSIMA	
IMPORTANTE: para cada uma das categorias, assinale APENAS UMA alternativa.		

Quadro 28: Instruções para o juiz-avaliador.

A planilha continha ainda um campo de observações para que os juízes-avaliadores expressassem suas opiniões e/ou sugestões. A planilha foi enviada para dez juízes-

avaliadores, juntamente com uma carta de apresentação. Nove planilhas retornaram, mas somente as cinco mais completas foram utilizadas. Para responder a um dos objetivos desta pesquisa, procedeu-se à exploração dos escores obtidos dos juízes-avaliadores sobre o *Duke Special Survey on Corporate Policy*, segundo princípios comumente aceitos na literatura especializada (BALBINOTTI, 2004; HERNANDEZ-NIETO, 2002; VALLERAND, 1989). Os juízes-avaliadores, como dito anteriormente, foram selecionados dentre acadêmicos de Finanças, de reconhecida experiência, pertencentes às principais instituições de ensino superior do país, todos com titulação de doutor, e dentre executivos financeiros de grandes empresas do país, todos eles ocupando o cargo mais alto da área financeira em suas organizações (*Chief Financial Officers – CFO*), os quais ainda não haviam participado da pesquisa. A avaliação do questionário por esses especialistas (3 acadêmicos e 2 executivos) no assunto refinou ainda mais o instrumento de coleta de dados, pois permitiu melhor compreensão e maior clareza dos termos utilizados. Esta avaliação identificou pontos fortes e fracos do questionário, de maneira que o instrumento pôde ser alterado antes de ser aplicado na amostra total.

Como a idéia inicial era enviar o questionário pelo correio comum, foi redigida uma carta de apresentação, com o logotipo da UNISINOS, na qual explicavam-se os objetivos da pesquisa, garantia-se anonimato dos respondentes, prometia-se um sumário executivo a cada um dos respondentes. Mais tarde, com a abertura da possibilidade de envio dos questionários por *e-mail*, a carta de apresentação foi nele reproduzida, antecedendo o questionário. A íntegra da carta de apresentação encontra-se no Apêndice B.

Após esta alteração da versão preliminar, seguiu-se para o pré-teste. Conforme Vallerand (1989) e Caron (2004), o pré-teste gera mais confiança ao instrumento. Assim

como feito no estudo do TOV-R, esse estudo também o fez, visando verificar sua compreensão por pessoas paralelas à amostra. Aplicou-se o pré-teste em alunos de pós-graduação em Finanças e Controladoria da UNISINOS. Este procedimento serviu como elemento exploratório e qualitativo da realidade investigada neste estudo.

Ao término desta etapa, o questionário final revelou-se demasiadamente extenso, com 17 questões que totalizaram mais de cem itens. Apesar de o tempo requerido para respondê-lo não ser longo, de 15 a 30 minutos, o tamanho do questionário pode ter desestimulado alguns respondentes, diminuindo o índice de resposta. Entretanto, como o objetivo da pesquisa era a validação do *Duke Special Survey on Corporate Policy*, sem perder a comparabilidade com o questionário original, esse limitador teve de ser mantido.

Após a aprovação do questionário pelos juízes avaliadores e a análise das recomendações feitas por eles e pelos alunos de pós-graduação da UNISINOS, foi elaborada a versão final do questionário e iniciado o processo de envio para os executivos brasileiros. Primeiro, foi realizado um contato telefônico com os executivos, que demandou mais tempo do que o previsto, pois, apenas eventualmente, se conseguia falar com a pessoa certa na primeira ligação. Na maioria dos casos, foram necessárias várias ligações até se conseguir falar com tal pessoa. Os títulos predominantes entre esses executivos foram os de Diretor Financeiro e/ou Diretor de Relações com Investidores, mas, em alguns casos, a pessoa responsável foi o Diretor Executivo ou o *Controller*, por acumular o exercício da função de diretor financeiro.

Depois de identificada a pessoa certa, a pesquisadora apresentava-lhe a pesquisa, a si própria, a universidade e ressaltava a importância da participação do executivo no estudo

proposto. Esse discurso causava uma série de apreensões, que eram desfeitas quando se explicava que a participação consistia em responder a um questionário, sem ser identificado. superada esta barreira, perguntava-se se o respondente preferia receber o questionário por *e-mail*, fax ou correio comum. Contrariando a literatura a respeito, poucos respondentes (menos de 2% da amostra total) pediram que fosse enviado o questionário por correio comum. Dos demais, cinco solicitaram o envio por fax, e o restante por *e-mail*. No contato telefônico, eram coletados alguns dados como o nome completo do executivo financeiro, telefone direto (secretária), endereço de *e-mail* do respondente. Ainda uma vez, a pesquisadora certificava-se ser ele a pessoa responsável pelas decisões financeiras da empresa. Para os que optaram em receber o instrumento por *e-mail*, foi enviado um convite (Apêndice B). no qual, constavam breve apresentação da pesquisa, *link* da página *web* onde se encontrava o questionário, usuário e senha, que permitiria a visualização do questionário.

Durante a etapa das ligações telefônicas, o discurso utilizado sofreu alguns refinamentos, necessários para que o ouvinte compreendesse mais rápido o que estava sendo exposto. Tal experiência mostrou a necessidade de o pesquisador estabilizar o processo de coleta de dados, antes de passar para uma equipe, se o mesmo tivesse esta intenção.

O procedimento de obter o consentimento prévio dos respondentes foi importante não apenas para aumentar o índice de respostas, como também para não caracterizar o envio dos questionários como SPAM, procedimento repudiado pelos usuários da *Internet*.

Dos questionários válidos que retornaram, cinco foram enviados por fax e 21 pelo correio, por solicitação dos respondentes. Os demais 88 foram respondidos através do *website* e um retornou anexado ao *e-mail*. A cada semana, a pessoa responsável pela gerência do

banco de dados desta pesquisa, no servidor da UNISINOS, enviava os dados recebidos para a pesquisadora. A cada questionário respondido, a base de dados com a identificação do usuário (região) era atualizada, inserindo-se a data e as respostas. Essa base era em formato MS-Excel[®], que podia ser aberta e alimentada por um bolsista de iniciação científica em um PC, sem pacote estatístico, e importada sem dificuldades no SPSS[®], pacote estatístico usado para as análises de dados.

Neste estudo, seguindo as recomendações de Vallerand (1989) e Gunther (1999), o questionário foi aplicado duas vezes. A primeira remessa foi realizada na segunda quinzena de julho de 2005 e a segunda, na última quinzena de agosto de 2005. Esses dois períodos foram escolhidos por serem os com menor número de *deadlines* para os executivos financeiros. O retorno dos questionários encerrou em 30 de setembro de 2005. Ao se analisar o histórico de respostas, observou-se que a maior parte das empresas que estavam interessadas em participar responderam o questionário em poucos dias após seu envio.

No segundo envio, não houve o contato telefônico e, talvez por isso, o retorno foi ligeiramente menor. Na primeira remessa, dos 1.699 questionários enviados, retornaram 61 questionários e, na segunda, 54, atingindo um índice de resposta de 6,77%. Os indicadores da coleta de dados estão compilados na Tabela 4.

Tabela 4: Cálculo do índice de resposta

A	Questionários Enviados	1699
B	Respondentes válidos da primeira remessa	61
C	Respondentes válidos da segunda remessa	54
D	Respondentes inválidos	45
E	Total de respondentes válidos (B+C)	115
F	Total de respondentes (B+C+D)	160
	Índice de resposta (E/A) ⁵	6,77%

Como sugerido por Klassen e Jacobs (2001), alguns respondentes lançaram mão de meios de resposta diferentes dos utilizados para envio. Conforme observa-se na Tabela 5, 2,61% dos respondentes (3 casos) preferiram imprimir o questionário, responder à caneta e retornar por fax, ao invés de preencher o questionário diretamente no computador.

Tabela 5: Formas de resposta

<i>Formas de Resposta</i>		<i>1ª remessa</i>		<i>2ª remessa</i>		<i>Total</i>	
A	Arquivo MS-Word anexado – e-mail	0	0%	1	0,87%	1	0,87%
B	Website	50	43,48%	38	33,04%	88	76,52%
C	Fax	3	2,61%	2	1,74%	5	4,35%
D	Correio Comum	8	6,96%	13	11,30%	21	18,26%
E	Total	61	53,05%	54	46,95%	115	100%

O baixo retorno de questionários através de arquivo anexado ao corpo do *e-mail*, conforme mostra a Tabela 5, ocorreu porque essa opção não havia sido oferecida aos participantes. Na segunda remessa, somente dois respondentes solicitaram o envio do questionário por *e-mail* e apenas um respondeu. O maior número de retornos foi através do *website*, como era esperado. Poucas foram as solicitações por fax, cinco ao todo, mas somente duas pessoas responderam. As outras três respostas por fax vieram de empresas que entraram no *website*, imprimiram o questionário, responderam-no e retornaram-no por fax.

Após o encerramento do recebimento dos questionários, os dados coletados foram tabulados e as análises fatoriais para a validade foram calculadas. Posteriormente, foram calculadas as análises de consistência interna (fidedignidade) para cada um dos fatores identificados.

⁵ Calculado conforme a fórmula para o cálculo de índice de resposta proposto por Dilmann (1978, p. 50).

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 Resultados Encontrados

A fim de verificar a validade do questionário para a realidade brasileira – hipótese alternativa – foram analisadas as propriedades métricas do instrumento para a análise das respostas dadas pelos participantes do estudo. Em relação ao questionário de políticas financeiras utilizado por Graham e Harvey (2001) e por Brounen, Jong e Koedijk (2004), chegou-se a um resultado semelhante ao encontrado por Bandeira *et al.* (2002), na validação do TOV-R, e por Balbinotti e Gavronski (2004), na validação do IMCI14K, foram, portanto, aceitas as propriedades métricas do referido instrumento. Isso significa que o questionário utilizado na pesquisa é seguro, pois reflete a realidade brasileira e que, a partir de sua aplicação e validação, é possível a comparação de seus resultados com os obtidos nos outros países.

Este estudo acrescenta uma etapa intermediária - o cálculo do CVC - não encontrada nos estudos anteriormente citados e que contribui para aumentar a confiança no cálculo da validade do instrumento. Apresentam-se, a seguir, as análises descritivas dos respondentes, os

resultados do cálculo do coeficiente de validade de conteúdo e os resultados das propriedades métricas encontradas.

5.1.1 Análise descritiva dos respondentes

Na análise descritiva dos respondentes, embora se tenha afirmado mais de uma vez para a empresa que não havia como ela ser identificada pelo pesquisador nem por qualquer outra pessoa, muitas ficaram receosas em relação a essa questão e preferiram abster-se. Pela impossibilidade de identificar as empresas pelo *website*, não foi viável entrar em contato com elas para que completassem as questões. Esta situação reflete o receio prévio que se tinha em relação à questão (Q17) de classificação da empresa, por se supor que existiria medo de identificar-se e pela falta, nas empresas, da cultura de pesquisas em finanças com questionários.

As Tabelas 6 e 7 identificam, para as pesquisas efetuadas no Brasil e na América do Norte, a frequência das respostas (*freq*) e seu percentual sobre toda a amostra (%) e, resalta o percentual válido (*% val*, excluindo os não-respondentes). Para a pesquisa realizada na Europa, não foi possível esse detalhamento de dados, por não terem sido divulgados tão minuciosamente. Os dados europeus resumem-se aos descritos no artigo de BJK.

As empresas poderiam ter sido classificadas quanto ao seu porte também pelo número de funcionários ou pela receita bruta. Entretanto, o questionário só perguntava a classificação da empresa quanto ao faturamento. De acordo com este item e conforme os critérios do

BNDES (2005), a amostra foi composta por empresas de médio e grande porte. Somente as empresas que se enquadraram na primeira opção da ‘receita de vendas anuais’ foram consideradas médias, as demais foram consideradas grandes. A distribuição da amostra ficou conforme evidenciado na Tabela 6.

Tabela 6: Distribuição da amostra por porte – faturamento

<i>Receitas de Vendas Anuais</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>			<i>Europa</i>
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>% Vál</i>
Menor que R\$70 Milhões	19	16,52	27,14	31	7,91	8,22	16,88
Entre R\$70-300 Milhões	12	10,43	17,14	66	16,84	17,51	34,85
Entre R\$300 Milhões-1,5 Bilhões	22	19,13	31,43	87	22,19	23,08	27,13
Entre R\$1,5-3 Bilhões	16	13,92	22,86	33	8,42	8,75	6,34
Entre R\$3-15 Bilhões	1	0,87	1,43	89	22,70	23,61	8,81
Maior que R\$15 Bilhões	0	0	0	71	18,11	18,83	5,98
Total Válidos	70	60,87	100,00	377	96,17	100,00	100
Não Respondeu/Não sabe	45	39,13		15	3,83		
Total	115	100,00		392	100,00		

Como observa-se na Tabela 6, poucas conclusões podem ser tiradas em relação ao nível de receitas das empresas da amostra, em função do número de questões não respondidas. Duas interpretações podem ser dadas a essa abstenção: ou o respondente não dispõe dessa informação ou ele prefere não disponibilizá-la. Mesmo assim, a maior parte das empresas da amostra enquadraram-se como grande empresa, concentrada em um faturamento anual que variou de R\$ 70 milhões até R\$ 3 bilhões de reais, semelhante aos resultados europeus (70% dos resultados válidos). A amostra de GH tomou grande cuidado para manter o número de empresas consideradas médias (três primeiras faixas de faturamento), muito próximo ao número das consideradas grandes (três últimas faixas de faturamento).

Em relação às atividades vinculadas à exportação, observou-se, conforme mostra a Tabela 7, que muitas empresas também não responderam a essa questão, o que limitou as conclusões sobre esta classificação.

Tabela 7: Distribuição da amostra por vendas realizadas ao exterior.

<i>Vendas ao Exterior</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>			<i>Europa</i>
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>% Vál</i>
0%	31	26,96	44,93	108	27,55	28,88	23,48
Entre 1-24%	23	20,00	33,33	165	42,09	44,12	30,29
Entre 25-49%	8	6,95	11,60	64	16,33	17,11	17,43
50% ou mais	7	6,09	10,14	37	9,44	9,89	28,80
Total Válidos	69	60,00	100	374	95,41	100,00	100,00
Não Respondeu/Não sabe	46	40,00		18	4,59		
Total	115	100		392	100		

Observa-se, conforme a Tabela 7, que dentre as empresas que responderam, a maior parte delas realiza vendas ao exterior. Nos três estudos, a maior concentração das empresas está nas exportações até 24%, entretanto, no brasileiro e no norte-americano, esse índice cai abruptamente nas demais faixas.

Em relação ao setor de atividade, o número de respostas válidas foi maior, o que enriqueceu as análises, permitindo uma melhor identificação da amostra, conforme evidenciado na Tabela 8.

Tabela 8: Distribuição da amostra por setor.

<i>Setor de Atividade</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>			<i>Europa</i>
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>% Vál</i>
Varejo e Atacado	9	7,82	10,34	39	9,95	11,11	13,31
Mineração, Construção	23	20,00	26,44	14	3,57	3,99	9,14
Manufatura	26	22,60	29,89	147	37,50	41,88	41,94
Transporte/Energia	11	9,57	12,64	44	11,22	12,54	11,48
Comunicação/Mídias	4	3,48	4,60	20	5,10	5,70	7,16
Bancos/Finanças/Seguros	9	7,83	10,34	54	13,78	15,38	6,50
Tecnologia (software/biotecnologia/etc.)	5	4,35	5,75	33	8,42	9,40	10,48
Total Válidos	87	75,65	100	351	89,54	100,00	100,00
Não Respondeu/Não sabe	26	22,61		41	10,46		
Outros	2	1,74					
Total	115	100		392	100		

Na Tabela 8, observa-se que os não-respondentes representam uma parcela menor nesta questão. Dois setores tornaram evidente a sua predominância na amostra: o de manufatura e o de mineração e construção. O setor de manufatura predominou nos três estudos. Nos demais setores, a distribuição foi semelhante entre os estudos, à exceção do setor

de mineração para a amostra brasileira. Essa classificação não possuía a opção ‘outros’, mas, algumas empresas que retornaram via fax ou correio acrescentaram uma nova opção ao final das sete alternativas, essas respostas foram consideradas como ‘outros’.

Na questão sobre a propriedade das empresas participantes (Tabela 9), foi investigado se as mesmas eram de capital aberto ou fechado. Nessa questão, também houve ‘não respondentes’, os quais também foram apresentados.

Tabela 9: Distribuição da amostra por tipo de propriedade.

<i>Propriedade</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>		
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>
Capital Aberto	34	29,57	48,57	238	60,71	63,81
Capital Fechado	36	31,30	51,43	135	34,44	36,19
Total Válidos	70	60,87	100	373	95,15	100,00
Não Respondeu/Não sabe	45	39,13		19	4,85	
Total	115	100		392	100	

Nesta classificação, conforme a Tabela 9, desconsiderando as empresas que não responderam a questão, observa-se que a amostra, no estudo brasileiro, está bastante equilibrada e que no de GH as empresas de capital aberto significam 2/3 da amostra. Nessa questão não foi possível a análise da amostra europeia por ela não ter sido divulgada.

Uma derivação desta pergunta questionava o respondente quanto ao pagamento de dividendos (Tabela 10).

Tabela 10: Distribuição da amostra pela condição “Pagamento de Dividendos”

<i>Pagamento de Dividendos</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>		
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>
Empresas que pagam dividendos	44	38,26	62,86	200	51,02	53,91
Empresas que não pagam dividendos	26	22,61	37,14	171	43,62	46,09
Total Válidos	70	60,87	100	371	94,64	100,00
Não Respondeu/Não sabe	45	39,13		21	5,36	
Total	115	100		392	100,00	

Em relação ao pagamento de dividendos, Tabela 10, observa-se que a proporção foi que 2/3 da amostra válida pagam dividendos e 1/3 não paga. Tanto na classificação quanto ao tipo de propriedade ou quanto à distribuição de dividendos, 39% dos participantes da amostra brasileira não responderam, impossibilitando reflexões mais aprofundadas. Observa-se que, no estudo de GH, também houve maior concentração nas empresas que pagam dividendos. Nessa questão, não foi possível a análise da amostra europeia por ela não ter sido divulgada.

A mesma proporção foi apresentada pelos respondentes em relação às empresas com serviços regulados, conforme mostra a Tabela 11.

Tabela 11: Distribuição da amostra pela condição “Serviços Regulados”

<i>Serviços Regulados</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>		
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>
Empresas com serviços regulados	43	37,39	62,32	22	5,61	6,32
Empresas sem serviços regulados	26	22,61	37,68	326	83,16	93,68
Total Válidos	69	60,00	100	348	88,78	100,00
Não Respondeu/Não sabe	46	40,00		44	11,22	
Total	115	100		392	100,00	

Em relação às empresas que possuem serviços regulados, conforme evidencia a Tabela 11, observa-se que elas são, na maioria, reguladas. Entretanto, no estudo de GH, observa-se uma inversão nessa condição, ressaltando sua pouca importância na amostra, pois a maioria (83%) foi composta de empresas com serviços não regulados. Nesta questão, não foi possível a análise da amostra europeia por ela não ter sido divulgada.

A distribuição da amostra em relação ao percentual de ações dos três principais executivos está na Tabela 12.

Tabela 12: Distribuição da amostra pelo percentual de ações ordinárias dos três principais executivos.

<i>Percentual de ações ordinárias</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>			<i>Europa</i>
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>% Vál</i>
Menos de 5 %	23	20,00	42,59	180	45,92	56,60	62,26
Entre 5-10 %	3	2,61	5,56	53	13,52	16,67	5,30
Entre 10-20 %	4	3,48	7,41	18	4,59	5,66	3,91
Mais de 20 %	24	20,87	44,44	67	17,09	21,07	28,54
Total Válidos	54	47,00	100	318	81,12	100,00	100
Não Respondeu/Não sabe	61	53,04		74	18,88		
Total	115	100		392	100,00		

Em relação à Tabela 12, observa-se que, nessa classificação, as empresas encontram-se concentradas em dois grupos: as empresas em que os principais três executivos têm até 5% das ações ordinárias e as empresas em que eles têm mais de 20% dessas ações. Nos estudos de GH e BJK, a pulverização do controle acionário ou a não-vinculação dos executivos ao controle da empresa (boas práticas de governança corporativa) fica mais evidente.

Na Tabela 13, evidencia-se a distribuição da amostra pela escolaridade do principal executivo.

Tabela 13: Distribuição da amostra pela escolaridade do principal executivo

<i>Escolaridade do Principal Executivo</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>			<i>Europa</i>
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>% Vál</i>
Graduação	11	9,57	52,38	142	36,22	40,11	27,23
MBA, Mestrado em Administração	2	1,74	9,52	135	34,44	38,14	38,30
Mestrado (exceto em Administração)	0	0	0	30	7,65	8,47	10,44
Títulos superiores a mestrado	3	2,60	14,29	47	11,99	13,28	16,64
Outras	5	4,35	23,81	0	0,00	0,00	7,39
Total Válidos	21	18,26	100	354	90,31	100,00	100
Não Respondeu/Não sabe	94	81,74		38	9,69		
Total	115	100		392	100,00		

Em relação a este item da questão 17, conforme mostra a Tabela 13, observa-se que a grande maioria dos executivos não respondeu a essa questão, impossibilitando conclusões mais consistentes. Pode-se inferir que talvez essa questão tenha causado constrangimento aos respondentes brasileiros, no caso de os mesmos serem os principais executivos, ou então os respondentes realmente ignoravam essa informação. Os resultados apresentados na América

do Norte e na Europa ressaltam que a grande concentração dos executivos, quanto à escolaridade, ocorre na graduação e na pós-graduação em administração.

A Tabela 14 identifica, nos três estudos, a amostra pela idade dos executivos.

Tabela 14: Distribuição da amostra pela idade do principal executivo.

<i>Idade do Principal Executivo</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>			<i>Europa</i>
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>% Vál</i>
Menos de 40 anos	10	8,7	17,24	10	2,55	2,72	14,63
Entre 40-49 anos	19	16,52	32,76	89	22,70	24,18	35,02
Entre 50-59 anos	24	20,87	41,38	185	47,19	50,27	37,69
Maior ou igual a 60 anos	15	13,04	25,86	84	21,43	22,83	12,67
Total Válidos	58	50,43	100	368	93,88	100,00	100,00
Não Respondeu/Não sabe	57	49,57		24	6,12		
Total	115	100		392	100,00		

Percebe-se que, nessa questão (Tabela 14), somente metade da amostra brasileira pronunciou-se. Pelos resultados obtidos, prevaleceu, nos três estudos, a faixa de idade entre 50 e 59 anos, o que, ressalta a necessidade de maturidade para o exercício do cargo. A revelação da idade é algo que constrange muitas pessoas, esse pode ter sido um dos motivos do grande número de abstenções. Pode ter acontecido também de o principal executivo da empresa e o executivo financeiro não serem a mesma pessoa e, por não saber o respondente qual é a idade do principal, ele absteve-se.

A Tabela 16 mostra os resultados em relação ao tempo de cargo do presidente.

Tabela 15: Distribuição da amostra pelo tempo de cargo do diretor-presidente

<i>Tempo de cargo do diretor presidente</i>	<i>Brasil</i>			<i>América do Norte</i>			<i>Europa</i>
	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>Freq</i>	<i>%</i>	<i>% Vál</i>	<i>% Vál</i>
Menos de 4 Anos	22	19,13	33,33	138	35,20	37,70	36,61
Entre 4-9 Anos	16	13,91	24,24	96	24,49	26,23	30,16
Mais de 9 Anos	28	24,35	42,43	132	33,67	36,07	33,23
Total Válidos	66	57,39	100	366	93,37	100,00	100,00
Não Respondeu/Não sabe	49	42,61		26	6,63		
Total	115	100		392	100,00		

Em relação ao tempo de cargo na empresa do presidente, há maior concentração dos presidentes com mais de 9 anos de empresa, nos três estudos. A segunda maior concentração está nos presidentes ‘novos’ nos cargos, para as três amostras. A abstenção podem ter acontecido pelo mesmo motivo referido para o item anterior: a falta de conhecimento visto que a pergunta se referia a uma pessoa e pode ter sido respondida por outra.

Pela análise geral dos respondentes e do banco de dados de respostas desse estudo, observou-se que a maioria das empresas teve um comportamento padrão ou optou por responder a questão de classificação da empresa (questão número 17 do instrumento) e respondeu a quase todos ou optava por não responder e, portanto, não respondia a nenhum dos itens dessa questão.

5.1.2 Cálculo do Coeficiente de Validade de Conteúdo

Apresentam-se, sucessiva e sistematicamente, nesta subseção, os resultados das análises de itens para os três critérios avaliados (clareza de linguagem, pertinência prática e dimensão teórica) e os resultados dos cálculos de validade de conteúdo para o instrumento total (Tabela 16).

Tabela 16: Cálculo do CVCc e dimensão teórica.

ITENS PARA AVALIAÇÃO

QUESTÕES	CL ¹	PP	DT
1. Quão freqüentemente a sua empresa utiliza as seguintes técnicas quando decidindo quais projetos ou aquisições realizar?			
A. Valor Presente Líquido (VPL).	0,92	0,96	A
B. Taxa Interna de Retorno (TIR).	0,92	0,96	A
C. Taxa Mínima de Atratividade.	0,76	0,85	A
D. Abordagem de Múltiplos de Lucros.	0,68	0,68	A
E. Valor Presente Ajustado (VPA).		0,68	A
F. Período de Recuperação do Capital ("Payback").	0,92	0,84	A
G. Período de Recuperação do Capital Descontado ("Payback" Descontado).	0,84	0,84	A
H. Índice de Lucratividade.	0,84	0,88	A
I. Taxa de Retorno Contábil (ou Taxa de Retorno Contábil sobre os Ativos).		0,80	A
J. Análise de Sensibilidade (por ex.: "Otimista" vs. "Provável" vs. "Pessimista").	0,76	0,88	A
K. Valor em Risco (VaR) ou outra Análise de Simulação.	0,71	0,90	A
L. Nós incorporamos a abordagem de "Opções Reais" de um projeto ao avaliá-lo.		0,88	A
2. Quão freqüentemente sua empresa utilizaria as seguintes taxas de desconto ao avaliar um projeto novo em um mercado internacional? Para avaliar esse projeto, nós utilizaríamos....			A
A. A taxa de desconto para toda a nossa empresa.	0,76	0,92	A
B. A taxa de desconto para o mercado internacional (taxa de desconto do país).	0,72	0,92	A
C. A taxa de desconto da divisão (se a linha de negócio do projeto casa com uma divisão doméstica).	0,76	0,96	A
D. Uma taxa de desconto compatível ao risco para esse projeto em particular (considerando ambos, país e setor).	0,72	0,96	A
E. Uma taxa de desconto diferente para cada componente do fluxo de caixa que tenha uma característica de risco diferente (por ex.: depreciação vs. fluxos de caixa operacionais).	0,72		A
3. Sua empresa estima o custo do capital próprio? <input type="checkbox"/> Sim <input type="checkbox"/> Não (se "Não", por favor, pule para a questão 4). Se "Sim", como você determina o custo do capital próprio para sua empresa?	0,91	0,95	B
A. Com a média histórica dos retornos das ações ordinárias.	0,72	0,76	B
B. Usando o "Capital Asset Pricing Model" (CAPM, abordagem do "beta").	0,92	0,92	B
C. Usando o CAPM, mas incluindo alguns "fatores de risco" adicionais.	0,92	0,92	B
D. Aquele que nossos investidores nos dizem que requerem.	0,96	0,76	B
E. Por decisões regulatórias.	0,92	0,84	B
F. Retroagindo do modelo de dividendos e/ou lucros descontados, por ex.: Preço = Dividendos/(Custo de Capital – Taxa de Crescimento).	0,80	0,80	B
4. Quando avaliando um projeto, você ajusta a taxa de desconto ou os fluxos de caixa para os seguintes fatores de risco? (4 Opções: Taxa de Desconto; Fluxo de Caixa; Ambos; Nenhum)			A
A. Risco de inflação inesperada.	0,88	0,92	A
B. Risco da taxa de juros (mudança no nível geral das taxas de juros).	0,92	0,92	B
C. Risco da estrutura a termo (mudança nas taxas de juros de longo prazo vs. curto prazo).	0,88	0,88	B
D. Risco do PIB ou ciclo econômico.	0,92	0,88	B
E. Risco do preço de "commodities".	0,88	0,88	B
F. Risco da taxa de câmbio.	0,88	0,92	B
G. Risco de insolvência (probabilidade de falência).	0,80	0,80	B
H. Porte (empresas pequenas sendo mais arriscadas).	0,80	0,76	B

¹ Leia-se: CL, para Clareza de Linguagem, PP, para Pertinência Prática e, DT, para Dimensão Teórica.

Continuação Tabela 16 ...

I. Índice Valor de Mercado/Valor Patrimonial (quociente do valor de mercado da empresa para o valor contábil dos ativos).	0,76	0,72	AB
J. "Momentum" (desempenho recente do preço das ações).	0,68	0,68	AB
5. Que fatores afetam a escolha da sua empresa entre dívida de curto e longo prazos	0,91	0,90	C
A. Nós tomamos dívida de curto prazo quando as taxas de juros de curto prazo estão baixas comparadas às taxas de longo prazo.	0,96	0,80	C
B. Casando o prazo da nossa dívida com a vida dos nossos ativos.	0,84	0,96	C
C. Nós tomamos dívida de curto prazo enquanto esperamos as taxas de mercado de longo prazo declinarem.	0,88	0,72	C
D. Nós tomamos dívida de curto prazo para que os retornos dos novos projetos possam ser capturados mais integralmente pelos acionistas, ao invés de nos comprometermos com o pagamento de lucros de longo prazo sob a forma de juros para os credores.			C
E. Nós esperamos que a nossa classificação de crédito ("rating") irá melhorar; assim nós tomamos dívida de curto prazo até que isso aconteça.	0,72		C
F. Tomar dívida de curto prazo reduz a chance de que nossa empresa deseje implementar projetos arriscados.	0,68	0,72	C
G. Nós tomamos dívida de longo prazo para minimizar o risco de ter que refinanciar em "períodos ruins".	0,80	0,80	C
6. Qual foi, aproximadamente, o seu P/L (quociente Preço/Lucro por Ação) de sua empresa nos últimos 3 anos.... (média - por ex.: 18)	0,96	0,84	B
7. Qual a classificação de risco ("rating") da dívida da sua empresa? Escreva NENHUMA se a empresa não é classificada.... (por ex.: AA-, B+)	0,96	0,88	B
8. Sua empresa considerou seriamente tomar dívida em países estrangeiros? <input type="checkbox"/> Sim <input type="checkbox"/> Não (se "Não", por favor, pule para questão 9). Se "Sim", que fatores afetam a decisão da sua empresa sobre o endividamento no exterior?	0,96	0,88	C
A. Tratamento tributário favorável relativamente ao Brasil (por ex.: alíquotas diferentes para pessoas jurídicas).	0,96	0,84	B
B. Manter as "Origens de Fundos" próximas das "Aplicações de Fundos" (na mesma moeda).	0,92	0,92	AC
C. Propiciar um "hedge natural" (por ex.: se a moeda estrangeira desvaloriza, não somos obrigados a pagar juros em reais).	0,88	0,84	C
D. A regulamentação estrangeira nos obriga a tomar dívida no exterior.			C
E. Taxas de juro estrangeiras podem estar mais baixas que as taxas de juro domésticas.	0,96	0,92	B
9. Sua empresa considerou seriamente emitir dívida conversível? <input type="checkbox"/> Sim <input type="checkbox"/> Não (se "Não", por favor, pule para questão número 10). Se "Sim", que fatores afetam a decisão da sua empresa sobre a emissão de títulos de dívida conversíveis?	0,88	0,92	C
A. Títulos de dívida conversíveis são uma forma barata para retardar a emissão de ações.	0,72	0,76	C
B. Proteger os detentores de títulos de dívida conversíveis contra atitudes desfavoráveis por parte dos administradores ou acionistas.		0,64	CD
C. Títulos de dívida conversível são menos onerosos do que dívidas comuns.	0,92	0,80	B
D. Outras empresas em nosso setor utilizam títulos de dívida conversíveis com sucesso.	0,96	0,76	C
E. Evitar diluição patrimonial no curto prazo.	0,88	0,72	C
F. Nossas ações estão, atualmente, subavaliadas.	0,96	0,72	C
G. Capacidade para resgatar ou forçar a conversão de títulos de dívida conversíveis se/quando nós precisarmos.	0,84	0,76	C
H. Atrair investidores inseguros sobre o risco da nossa empresa.	0,76	0,68	C
10. Sua empresa considerou seriamente emitir ações ordinárias? <input type="checkbox"/> Sim <input type="checkbox"/> Não (se "Não", por favor, pule para a questão número 11). Se "Sim", que fatores afetam a decisão da sua empresa sobre a emissão de ações?	0,95	0,95	C
A. Se o preço de nossas ações aumentou recentemente, o preço no qual podemos emití-las é "alto".	0,96	0,76	C
B. Ações são a nossa fonte de fundos "menos arriscada".	0,80		C
C. Prover ações para bônus/planos de opções de ações ("Stock Options") para empregados.	0,88	0,68	CD
D. Ações ordinárias são nossa fonte de fundos mais barata.	0,80	0,68	BC
E. Manter um índice-alvo Exigível/Patrimônio Líquido.	0,92	0,80	C

Continuação Tabela 16 ...

F. Utilizar um montante de capital próprio similar a outras empresas em nosso setor.	0,80	0,68	C
G. Se nossos lucros recentes foram suficientes para financiar nossas atividades.	0,72		C
H. Emitir ações dá aos investidores uma impressão melhor das perspectivas da nossa empresa do que tomar dívida.	0,76	0,68	C
I. As alíquotas de imposto sobre ganhos de capital dos investidores (em relação às alíquotas de imposto sobre dividendos).	0,80	0,76	C
J. Diluir a participação acionária de certos acionistas.	0,72	0,68	D
K. O montante pelo qual as nossas ações estão subavaliadas ou superavaliadas pelo mercado.	0,84	0,72	C
L. Inabilidade de se obter fundos utilizando dívida, títulos de dívida conversíveis ou outras fontes.	0,92		C
M. Diluição dos Lucros por Ação.	0,92		C
11. Sua empresa tem uma faixa-alvo para o índice de endividamento?	0,91	0,90	C
· Nenhuma faixa-alvo.	0,91	0,95	C
· Faixa-alvo flexível.	0,91	0,95	C
· Faixa-alvo um tanto rígida.	0,91	0,95	C
· Faixa-alvo rígida.	0,68	0,90	C
12. Que fatores afetam como você escolhe o montante apropriado de endividamento para sua empresa	0,91	0,90	C
A. A vantagem tributária da dedutibilidade dos juros.	0,88	0,76	C
B. Os custos potenciais de falência, concordata ou dificuldades financeiras.	0,80	0,72	C
C. Os níveis de endividamento de outras empresas em nosso setor.	0,96	0,80	C
D. Nossa classificação de crédito (“rating”, conforme atribuído pelas agências de classificação de risco).	0,96	0,80	C
E. Os custos de transação e as comissões de colocação da dívida.	0,92	0,72	C
F. A tributação na pessoa física dos investidores ao receberem renda de juros.	0,88		C
G. Flexibilidade financeira (nós restringimos o endividamento; assim nós temos fundos internos disponíveis para implementar novos projetos quando eles surgem).	0,88		C
H. A volatilidade dos nossos lucros e fluxos de caixa.	0,96	0,76	C
I. Nós limitamos o endividamento; assim, nossos clientes/fornecedores não se preocupam com a possibilidade da nossa empresa falir.	0,88		C
J. Nós tentamos ter um endividamento suficiente para que não sejamos um alvo atraente para uma aquisição (“takeover”).	0,84		C
K. Se nós nos endividarmos, nossos competidores saberão que será muito improvável que iremos reduzir nossa produção e/ou vendas.			C
L. Um índice de endividamento alto nos ajuda a barganhar concessões de nossos empregados.			C
M. Para assegurar que a administração superior trabalhe duro e eficientemente, nós nos endividamos o suficiente para garantir que uma grande porção do nosso fluxo de caixa seja comprometida com o pagamento de juros.			C
N. Nós restringimos nosso endividamento de forma que os lucros de novos/futuros projetos seja completamente capturado pelos acionistas e não tenham que ser pagos sob a forma de juros para os credores.			C
13. Que outros fatores afetam a política de endividamento da sua empresa	0,91	0,75	C
A. Nós nos endividamos quando nossos lucros recentes (fundos internos) não são suficientes para financiar nossas atividades.	0,96	0,92	C
B. Utilizar endividamento dá aos investidores uma impressão melhor das perspectivas da nossa empresa do que emitir ações.	0,80	0,76	C
C. Nós nos endividamos quando as taxas de juro estão particularmente baixas.	0,96	0,76	B
D. Nós utilizamos endividamento quando nossas ações estão subavaliadas pelo mercado.	0,92	0,72	C
E. Nós retardamos o uso de endividamento devido aos custos de transação e comissão de colocação da dívida.	0,84	0,72	B
F. Nós retardamos o resgate da dívida devido aos custos e comissões para recapitalização.		0,68	B
G. Mudanças no preço de nossas ações ordinárias.	0,80	0,68	BC
H. Nós nos endividamos quando temos lucros acumulados substanciais.	0,76		C

Continuação Tabela 16 ...

14. Qual é, aproximadamente, o quociente de dívidas de longo prazo em relação ao ativo total da sua empresa? ---- % (por ex.: 40%)	0,96	0,88	C
16. Qual metas são importantes para sua empresa			D
A. Maximizar lucros (por ex.: Retorno sobre os Ativos “ROA”, Retorno sobre o Patrimônio Líquido “ROE” ou Lucros por Ação).	0,90	0,90	D
B. Maximizar dividendos.	0,90	0,85	D
C. Maximizar crescimento sustentável (valores contábeis, vendas).		0,90	D
D. Posição de mercado, serviço, qualidade.	0,90	0,90	D
E. Controle de custos, produtividade, eficiência.	0,85	0,90	D
F. Conhecimento.	0,70	0,90	D
G. Otimizar capacidade de solvência.	0,90	0,80	D
H. Maximizar a riqueza dos acionistas.	0,85	0,90	D
I. Continuidade.	0,80	0,90	D
J. Independência e auto-suficiência.	0,70	0,85	D
K. Otimizar o ambiente de trabalho.	0,90	0,80	D
L. Responsabilidade social/meio ambiente.	0,85	0,80	D
17. Quais partes interessadas (“stakeholders”) são importantes para sua empresa			D
A. Clientes.	0,95	0,85	D
B. Fornecedores de mercadorias/serviços.	0,95	0,85	D
C. Empregados.	0,95	0,85	D
D. Administração.	0,95	0,85	D
E. O público em geral.	0,95	0,75	D
F. Acionistas.	0,95	0,80	D
G. Fornecedores de recursos via financiamento.	0,95	0,85	D
CVC total	0,86	0,82	

Mostra a Tabela 16 que 2,36% das questões (2, 4 e 16) não puderam ser avaliadas quanto à clareza de linguagem, por não terem sido respondidas por, no mínimo, três dos cinco juízes avaliadores (HERNANDEZ-NIETO, 2002), embora se tenha contatado 10 juízes para esse fim. Interpretando-se os dados válidos, verifica-se que, na grande maioria dos casos, os itens apresentaram coeficientes de validade de conteúdo satisfatórios ou limítrofes. As questões consideradas inaceitáveis representaram 10,24% (1e, 1i, 1l, 5d, 8d, 9b, 12k, 12l, 12m, 12n, 13f, 16c e 17). A fim de confirmar se o instrumento total (incluindo as questões inaceitáveis) possui validade de conteúdo quanto ao critério de clareza de linguagem, calculou-se o coeficiente de validade de conteúdo ($CVC_t = 0,858$) - seu resultado garante índices satisfatórios. Interpretam-se de forma positiva esses dados, pois, conforme a opinião de juízes (avaliadores) de reconhecido saber na área foco da questão, existe consenso e manifestações favoráveis ao instrumento avaliado.

Como mostra a Tabela 16, 3,15% das questões (2, 4, 16 e 17) não puderam ser avaliadas quanto à pertinência prática, por não terem sido respondidas por, no mínimo, três dos cinco juízes avaliadores (HERNANDEZ-NIETO, 2002), embora se tenha contatado 10 juízes para esse fim. Ao interpretar os dados válidos, verifica-se que, na grande maioria dos casos, os itens apresentaram coeficientes de validade de conteúdo satisfatórios ou limítrofes. Algumas questões foram consideradas inaceitáveis, as quais representam 13,38% do instrumento total (2e, 5d, 5e, 8d, 10b, 10g, 10l, 10m, 12f, 12g, 12i, 12j, 12k, 12l, 12m, 12n e 13h). A fim de confirmar se o instrumento total (incluindo as questões inaceitáveis) possui validade de conteúdo quanto ao critério de pertinência prática, calculou-se o coeficiente de validade de conteúdo ($CVC_t = 0,824$) - seu resultado garante índices satisfatórios. Interpretam-se de forma positiva esses dados, pois, conforme a opinião de juízes (avaliadores) de reconhecido saber na área em questão, existe um consenso geral, ao mesmo tempo em que manifestações favoráveis ao instrumento avaliado.

Ainda, conforme a Tabela 16, 5,51% das questões (4i, 4j, 8b, 9b, 10c, 10d e 13g) não puderam ser avaliadas quanto à dimensão teórica, devido ao fato de terem a mesma proporção para duas ou mais avaliações de juízes (dupla classificação). Apenas duas questões não foram avaliadas por mais de um juiz, 1,57%, impossibilitando uma análise maior (4 e 16). Interpretam-se de forma positiva esses dados pois, conforme a opinião de juízes (avaliadores) de reconhecido saber na área foco da questão, existe consenso .

O cálculo do coeficiente de validade do questionário apresentou concordância satisfatória na questão da tradução e índices de validade de conteúdo satisfatórios para aplicação no Brasil, embora alguns problemas com relação à clareza de linguagem e à pertinência prática tenham sido identificados.

Após o cálculo do coeficiente de validação de conteúdo do questionário, obtiveram-se os resultados quanto à validação e fidedignidade dos itens do constructo. Como os dados de GH estavam disponíveis na *Internet*, foram realizadas as análises fatoriais para o questionário em inglês e, posteriormente, para o questionário em português, a fim de dar mais confiabilidade (suporte) aos resultados.

5.1.3 Propriedades métricas

Em função do grande número de variáveis, foi adotada a técnica da análise fatorial de componentes principais (PCA) para a redução do número de variáveis altamente correlacionadas a um número gerenciável (MALHOTRA, 2001; HAIR *et al.*, 2005). Três das quatro propriedades das escalas multi-itens (HAIR *et al.*, 2005) são discutidas nessa seção: dimensionalidade, confiabilidade (fidedignidade) e validade. A definição conceitual (que inclui a validade de conteúdo) foi vista nos capítulos sobre o referencial teórico e a metodologia.

Quanto às propriedades métricas originais (GRAHAM, HARVEY, 2001), a solução encontrada foi a aplicação da análise fatorial somente nas questões que tinham uma escala bidirecional de tipo Likert (LIKERT, 1932; MURPHY e LICKERT, 1938), em 5 pontos, indo de pouco (0) até muito (4), de acordo com a frequência com a qual utilizam as estratégias descritas nos itens, conforme condição descrita por Garson (2005) e Pestana e Gageiro (2003) para este cálculo.

Devido a esta condição referida pelos autores citados, somente nove questões das dezesseis do questionário puderam ser submetidas às análises fatoriais. Essas nove questões foram agrupadas por dimensão (conforme consenso dos juízes e de acordo com a classificação dos autores originais). A dimensão orçamento de capital incluiu as questões 1 e 2 e todos os seus itens. A dimensão custo de capital foi a mais prejudicada, pois a única questão escalar é a questão 3 e seus itens, o que limitou muito os cálculos nesta dimensão. Na dimensão Estrutura de Capital, também houve um fator limitador. Das seis questões que pertenciam a essa dimensão, três apresentavam a opção ‘sim e não’ no enunciado. O número de respondentes nessas questões (Q8, Q9 e Q10 e seus itens) ficou abaixo do recomendado por Pestana e Gageiro (2003) para os cálculos fatoriais e elas tiveram que ser excluídas dos cálculos de validade e fidedignidade, ficando essa dimensão com as questões Q5, Q12 e Q13 e seus itens. A dimensão governança corporativa foi composta pelas questões Q16 e Q17 e seus itens.

Quanto à emergência dos fatores, o primeiro é aquele denominado orçamento de capital, que agrupou 17 itens com conteúdos próprios (todos os itens da dimensão orçamento de capital). Ele apresentou *eigenvalue* de 6,091 e explicou 35,83% da variância total. A medida de adequacidade da amostra de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) calculada para essa análise foi de 0,763, superior ao valor de 0,500, considerado adequado por Malhotra (2001, p. 505).

A segunda dimensão, denominada custo de capital, agregou 6 itens com conteúdos próprios. Eles dividiram-se em dois fatores ‘CC1 (Q5A, Q5B, Q5C) e CC2 (Q5D, Q5E, Q5F)’, o primeiro apresentou *eigenvalue* de 2,24 e explicou 37,27% da variância total; o segundo apresentou *eigenvalue* de 1,31 e explicou 21,85% da variância total, totalizando uma explicação de 59,12%. O KMO apresentado foi 0,559, também considerado aceitável.

A terceira dimensão, denominada estrutura de capital, agrupou 29 itens com conteúdos próprios. Eles também se dividiram em dois fatores: EC1 (Q12A, Q12B, Q12C, Q12D, Q12E, Q12F, Q12G, Q12H, Q12I, Q12N, Q13C, Q13D, Q13E, Q13F, Q13G, Q13H) e EC2 (Q5A, Q5B, Q5C, Q5D, Q5E, Q5F, Q5G, Q12J, Q12K, Q12L, Q12M, Q13B). O primeiro apresentou um *eigenvalue* de 7,01 e explicou 24,17% da variância total; o segundo apresentou *eigenvalue* de 3,03 e explicou 10,43% da variância total, totalizando uma explicação de 34,60%. O KMO foi aceito, pois apresentou valor de 0,566.

Na quarta dimensão, denominada governança corporativa, a validade não pôde ser calculada por não apresentar nenhuma questão escalar.

Os índices de consistência interna (fidedignidade) encontrados foram, respectivamente, 0,89, 0,71, 0,56, 0,85 e 0,84 para cada um dos cinco fatores (das três dimensões OC, CC e EC). O cálculo deste índice foi possível para a dimensão governança corporativa, ele foi de 0,95.

Quanto à emergência dos fatores, na pesquisa original de GH, o primeiro foi aquele denominado orçamento de capital. Ele agrupou 17 itens com conteúdos próprios (todos os itens da dimensão orçamento de capital); apresentou *eigenvalue* de 3,745 e explicou 22,03% da variância total. O KMO apresentado foi de 0,714.

A segunda dimensão, denominada custo de capital, agregou 6 itens com conteúdos próprios. Eles dividiram-se em dois fatores: CC1, classificando as decisões tomadas com base no histórico do retorno das ações (Q5A, Q5B, Q5D) e CC2 classificando as decisões tomadas com base nas condições ambientais ou fatores externos (Q5C, Q5E, Q5F). O primeiro

apresentou *eigenvalue* de 1,77 e explicou 29,59% da variância total; o segundo apresentou *eigenvalue* de 1,40 e explicou 23,32% da variância total, totalizando uma explicação de 52,91%. O índice KMO foi de 0,592.

A terceira dimensão, denominada estrutura de capital, agrupou 29 itens com conteúdos próprios. Eles também se dividiram em dois fatores: EC1, classificando as decisões oportunistas, aquelas relacionadas aos assuntos de *timing*, *trade off* e lucratividade (Q5D, Q5E, Q5F, Q12E, Q12I, Q12K, Q12L, Q12M, Q12N, Q13E, Q13H, Q13F) e EC2 classificando o comportamento de cautela dos executivos, aquelas relacionadas aos assuntos de sinalização, risco, motivação e assimetria (Q5A, Q5C, Q5G, Q12A, Q12C, Q12D, Q12J, Q13B, Q13C, Q13D, Q13G). O primeiro apresentou um *eigenvalue* de 6,02 e explicou 20,77% da variância total; o segundo apresentou *eigenvalue* de 2,11 e explicou 7,29% da variância total, totalizando uma explicação de 28,06%. O KMO foi de 0,819.

A quarta dimensão, denominada governança corporativa, não pôde ser calculada por não constar do questionário original de GH, mas somente do questionário de BJK.

Os índices de consistência interna (fidedignidade) encontrados para os cinco fatores das três dimensões foram 0,75, 0,53, 0,35, 0,80 e 0,78 para cada um dos cinco fatores, respectivamente.

Tanto a pesquisa original de GH quanto este estudo apresentaram cinco fatores nos cálculos fatoriais de validade. A dimensão orçamento de capital concentrou-se toda concentrada em um único fator. Nas dimensões custo de capital e orçamento de capital, evidenciaram-se dois fatores para cada dimensão. Notam-se algumas divergências quanto aos

itens que formam cada um dos fatores nas dimensões custo de capital e estrutura de capital' em cada um dos dois estudos, o que será explicado na subseção 5.2.

5.2 Interpretações

Para responder adequadamente à questão central desta pesquisa procedeu-se à exploração dos escores obtidos através do *Duke Special Survey on Corporate Policy*, segundo princípios norteadores comumente aceitos na literatura especializada (ANGERS, 1992; BISQUERA, 1987; BRYMAN; CRAMER, 1999; DASSA, 1996, 1999; HERNANDEZ-NIETO, 2002; PESTANA; GAGEIRO, 2003; REIS, 2000; SIRKIN, 1999; TRUDEL; ANTONIUS, 1991; VALLERAND, 1989). Os resultados são discutidos e interpretados, sucessiva e sistematicamente: primeiro, aqueles referentes ao cálculo do CVC; segundo, os estudos fatoriais exploratórios; terceiro, aqueles referentes aos estudos de consistência interna. Os resultados, quando possível, são discutidos e comparados com aqueles do estudo original (GRAHAM, HARVEY, 2001).

5.2.1 Similaridades e divergência entre os juízes avaliadores

Após o cálculo do CVC, tanto para a clareza de linguagem quanto para a pertinência prática e para a dimensão teórica, observou-se que algumas questões apresentaram divergências em relação à versão original.

Em relação à clareza de linguagem, 3 itens apresentaram coeficiente de 0,68, o que foi aceito pela proximidade com o valor limítrofe de 0,7. Além desses 3 itens, outros 16 (conforme Tabela 16) apresentaram coeficientes de clareza de linguagem abaixo do aceitável. Esses 16 itens foram considerados no cálculo do CVC da clareza de linguagem. O comitê reuniu-se para analisar as considerações dos juízes quanto à clareza de linguagem desses 16 itens que não atingiram o coeficiente desejado. Essas considerações foram avaliadas pelo comitê e incorporadas ao questionário, portanto foram mantidas.

Posteriormente à análise de clareza de linguagem, avaliaram-se os resultados dos itens quanto à pertinência prática. Os 10 itens que apresentaram coeficientes de 0,68, próximo ao limítrofe, foram mantidos sem alteração. As questões 2, 4, 16 e 17 não puderam ser avaliadas, por não terem, no mínimo, 3 juízes votantes. Essas questões foram analisadas cuidadosamente e não foram consideradas impertinentes pelo comitê; por isso foram mantidas no questionário. Em relação aos 17 itens (Q2E, Q5D, Q5E, Q8D, Q10B, Q10G, Q10L, Q10M, Q12F, Q12G, Q12I, Q12J, Q12K, Q12L, Q12M, Q12N, Q13H) não aceitos pelos juízes no quesito ‘pertinência prática’, observa-se que a não-aceitação dos juízes foi relevante. O item Q2E, considerado não pertinente pelos juízes, questiona os respondentes sobre o uso de diferentes taxas de desconto para cada componente do fluxo de caixa. Eid (1996) colabora para essa objeção dos juízes, por concluir que a maioria das empresas usa uma taxa de desconto ajustada ao risco do projeto ou um ajuste para todo o fluxo de caixa e não para cada elemento do fluxo. Em relação aos itens pertencentes às questões Q5, Q12 e Q13, todos se referem aos diferentes fatores que afetam o executivo financeiro no momento da tomada da dívida. Conforme Eid (1996), as empresas não demonstram uma política de endividamento definida. Elas demonstram-se oportunistas, indo à busca das melhores taxas, sem um planejamento maior. As questões Q8, Q10 e seus itens estão focados nas empresas de capital aberto. Como

o mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido, essas questões perderam importância. O item Q8d está relacionado à tomada de dívida em países estrangeiros, por força de regulamentações exteriores. Como visto antes, a política de endividamento é oportunista e não é comum a tomada de dívida em países estrangeiros por empresas brasileiras. Os itens da questão Q10 referem-se à captação de recursos através da emissão de ações ordinárias. No Brasil, não se tem essa tradição. Segundo Eid (1996), a captação de recursos através da emissão de ações dá-se, normalmente, através de ações preferenciais. Agora, com o Novo Mercado na Bovespa, percebe-se uma maior aderência das empresas a essa alternativa, mas, no momento, esse movimento ainda é muito pequeno.

Em relação à última análise feita pelos juízes - classificação das questões quanto à dimensão teórica - cada questão com seus itens está classificada como uma única dimensão, mas essa informação não foi repassada para os juízes, para uma melhor análise dos resultados. Observaram-se algumas dúvidas dos juízes em relação à dimensão mais próxima de algumas questões e de alguns itens. Na questão 4, dois itens (Q4I - índice valor de mercado/valor patrimonial - e Q4J - *Momentum*) apresentaram dúvidas em relação à dimensão. A dimensão da questão é custo de capital, mas entre os juízes houve um empate entre orçamento de capital e custo de capital, pois um dos juízes absteve-se de responder. Essa dupla resposta justifica-se em função da proximidade dos assuntos. A resposta esperada era somente custo de capital.

Na questão 8, que trata sobre a tomada de recursos no exterior, foi observado problema semelhante. O item Q8B – manter as ‘origens de fundos’ próximas das ‘aplicações de fundos’ (na mesma moeda) - foi classificado tanto como orçamento de capital quanto como estrutura de capital. O esperado era somente estrutura de capital. Individualmente, essa dupla classificação do item é aceitável, pois fala de aplicações (investimento) de recursos e essa

linha de pensamento leva à dimensão orçamento de capital. A questão Q9 trata da emissão de dívida conversível. Nessa questão, o item Q9B – proteger os detentores de títulos de dívidas conversíveis contra atitudes desfavoráveis por parte dos administradores ou acionistas - foi avaliado pelos juízes tanto como estrutura de capital quanto como governança corporativa. Isoladamente, esse item enquadra-se perfeitamente como ‘governança corporativa’, pois fala das relações de proteção entre os *stakeholders*. Essas duas questões são de estrutura de capital, mas houve também alguns itens classificados como custo de capital. Os itens foram o Q8A, que fala de tratamento tributário, e o Q8E, que trata sobre taxas de juro. Esses dois assuntos sugerem custo de capital, pois levam a pensar em suas variações.

A questão 10 apresentou, conforme os juízes, dois itens dúbios - Q10C e o Q10D. O primeiro foi classificado como governança corporativa, pois fala de *Stock Options*, tema relevante nas discussões sobre este assunto; o segundo, como custo de capital, pois fala de fonte de recursos mais barata, também compreensível. A Q10J foi classificada somente como governança, pois trata sobre a diluição da participação acionária, evidenciando uma relação com governança corporativa. Esses três itens deveriam estar classificados somente como estrutura de capital.

A questão 13 apresentou 4 itens divergentes entre os pesquisadores. Os itens Q13C, Q13E, Q13F foram classificados como custo de capital quando deveriam ser estrutura de capital. É compreensível essa classificação, pois esses itens tratam de temas como taxas de juro, custos de transação e comissões de colocação da dívida. O item Q13G teve dupla classificação, custo de capital e estrutura de capital, quando deveria estar classificado somente na última. Justifica-se essa dupla classificação pelo fato de o item tratar sobre variações de preço nas ações ordinárias, tema afim da área de custo de capital.

5.2.2 Estudos fatoriais exploratórios

Não há consenso quanto ao adequado tamanho de uma amostra para o procedimento de uma análise fatorial exploratória. Autores mais rigorosos, como Dassa (1999), sustentam que o tamanho ideal de uma amostra para este procedimento é de, no mínimo, dez sujeitos por item do inventário ou uma amostra de, no mínimo, 250 sujeitos. Outros autores, como Pestana e Gageiro (2003), propõem, em instrumentos com mais de 15 itens, um número de, no mínimo, cinco sujeitos por questão, considerando, necessariamente, um mínimo de 100 sujeitos. Hair *et al.* (2005) consideram aceitável, no mínimo, 50 casos válidos para a análise fatorial, mas recomendam, assim como Pestana e Gageiro (2003), 100 casos ou mais. Recomendam também uma relação de 10 casos para cada variável inserida na análise. Respondendo às indicações desses autores e seguindo particularmente as sugestões de operacionalização de Pestana e Gageiro (2003) e Hair *et al.* (2005), conduziu-se a execução de 7 análises fatoriais exploratórias.

Conduziu-se a primeira análise fatorial, aberta, com rotação oblíqua, para a dimensão Orçamento de Capital. Encontraram-se quatro fatores com *eigenvalues*² (valores próprios) superiores a 1 (próximo ao estudo original em que se encontraram seis fatores). Em análise pormenorizada da matriz-padrão para esses quatro fatores, encontraram-se os seguintes problemas: itens que saturaram de forma importante em dois fatores e itens que saturaram de forma importante em mais do que três dos quatro fatores. Devido a esses problemas métricos e considerando o fato de não existirem argumentos teóricos nem empíricos que sustentem essa explicação em quatro fatores, o *Scree Plot* foi executado, sugerindo que um único fator é

² Segundo Pestana e Gageiro (2003), o autovalor (*Eigenvalue*) é a soma dos quadrados dos carga fatorial para um fator.

suficiente para explicar esses dados, assim como no estudo original de GH. Executou-se uma segunda análise fatorial, restringindo-se o número de fatores em um, conforme mostra a Tabela 17. As questões avaliadas dessa dimensão foram: 1. Quão freqüentemente a sua empresa utiliza as seguintes técnicas quando decidindo quais projetos ou aquisições realizar? e 2. Quão freqüentemente sua empresa utilizaria as seguintes taxas de desconto ao avaliar um projeto novo em um mercado internacional? Para avaliar esse projeto, nós utilizaríamos....

Tabela 17: Análise fatorial das questões de Orçamento de Capital

<i>Questão /Item³</i>	<i>Descrição do item da questão</i>	<i>Fator</i>	<i>Fator -GH</i>
OC_Q2C	A taxa de desconto da divisão (se a linha de negócio do projeto casa com uma divisão doméstica)	,752	,550
OC_Q1I	Taxa de Retorno Contábil (ou Taxa de Retorno Contábil sobre os Ativos)	,715	,383
OC_Q1C	Taxa Mínima de Atratividade	,680	,471
OC_Q1G	Período de Recuperação do Capital Descontado ("Payback" Descontado)	,657	,529
OC_Q1K	Valor em Risco (VaR) ou outra Análise de Simulação	,646	,443
OC_Q1H	Índice de Lucratividade	,636	,430
OC_Q1D	Abordagem de Múltiplos de Lucros	,633	,473
OC_Q1B	Taxa Interna de Retorno (TIR)	,611	,595
OC_Q1E	Valor Presente Ajustado (VPA)	,597	,574
OC_Q2A	A taxa de desconto para toda a nossa empresa	,580	
OC_Q2B	A taxa de desconto para o mercado internacional (taxa de desconto do país)	,568	,469
OC_Q1F	Período de Recuperação do Capital ("Payback")	,563	
OC_Q1L	Nós incorporamos a abordagem de "Opções Reais" de um projeto ao avaliá-lo	,556	,453
OC_Q2D	Uma taxa de desconto compatível ao risco para esse projeto em particular (considerando ambos país e setor)	,539	,504
OC_Q2E	Uma taxa de desconto diferente para cada componente do fluxo de caixa que tenha uma característica de risco diferente (por ex.: depreciação vs. fluxos de caixa operacionais)	,535	,443
OC_Q1A	Valor Presente Líquido (VPL)	,422	,556
OC_Q1J	Análise de Sensibilidade (por ex.: "Otimista" vs. "Provável" vs. "Pessimista")	,358	,486
	% variância acumulada	35,83	22,031
	<i>Eigenvalue</i>	6,09	3,745
	Alpha de Cronbach	0,885	,756

Os resultados das saturações fatoriais (Tabela 17) foram todos satisfatórios (Satfat>0,35), conforme a matriz dos componentes em estudo (PESTANA e GAGEIRO, 2003). Alguns itens, entretanto, apresentaram comunalidades inferiores ao desejável (0,128<h²<0,291). No caso original (GRAHAM e HARVEY, 2003), os resultados

apresentaram que todas as saturações fatoriais foram satisfatórias, com exceção das questões OC_Q1A e OC_Q1J, em que a maioria dos 17 itens, 13, apresentaram comunalidades inferiores ao desejável. Conforme Pestana e Gageiro (2003) e Hair *et al.*(2005), a comunalidade⁴ (h^2) é a variância em comum de um item, dividida entre os fatores ou é a soma de todas as variâncias comuns de um item. De maneira geral, interpretam-se esses resultados como satisfatórios, pois os itens foram precisamente elaborados para avaliar uma única dimensão, a saber: Orçamento de Capital.

Conduziu-se uma terceira análise fatorial, aberta, com rotação oblíqua, para a dimensão estrutura de capital. Encontraram-se nove fatores com *eigenvalues* (autovalores) superiores a 1, também muito próximos ao estudo original em que foram encontrados oito fatores. Em análise pormenorizada da matriz-padrão para esses nove fatores, encontraram-se os mesmos problemas já detectados e descritos na dimensão anterior. Considerando os problemas métricos e devido ao fato de não existirem argumentos teóricos nem empíricos que sustentem essa explicação em nove fatores (ao menos a eles não se teve acesso), o *Scree Plot* foi executado, sugerindo que dois fatores são suficientes para explicar esses dados, assim como no caso original. Executou-se uma quarta análise fatorial, restringindo o número de fatores em dois, conforme mostra a Tabela 18. As questões avaliadas dessa dimensão foram: 5. Que fatores afetam a escolha da sua empresa entre dívida de curto e de longo prazo; 12. Que fatores afetam como você escolhe o montante apropriado de endividamento para sua empresa; 13. Que outros fatores afetam a política de endividamento da sua empresa.

³ Lê-se, por exemplo, OC_Q2C: Dimensão Orçamento de Capital, questão 2, item C.

⁴ Ainda segundo os mesmos autores, é a soma de todas as variâncias comuns de um item. É uma medida da variância comum de um item com os fatores. Uma comunalidade de .30 é considerada baixa, pois produz cerca de .70 de Variância Única, dividida em Variância Específica e Variância do Erro.

Tabela 18: Análise fatorial das questões de Estrutura de Capital

<i>Questão /Item⁵</i>	<i>Descrição do item da questão</i>	<i>Fator EC1</i>	<i>Fator EC2</i>	<i>Fator EC1-GH</i>	<i>Fator EC2-GH</i>
EC_Q12G	Flexibilidade financeira (nós restringimos o endividamento; assim nós temos fundos internos disponíveis para implementar novos projetos quando eles surgem)	,739			
EC_Q12F	A tributação na pessoa física dos investidores ao receberem renda de juros	,709			
EC_Q13G	Mudanças no preço de nossas ações ordinárias	,640			,623
EC_Q13D	Nós utilizamos endividamento Quando nossas ações estão subavaliadas pelo mercado	,613	-,325		,722
EC_Q12E	Os custos de transação e as comissões de colocação da dívida	,610	,340	,466	
EC_Q13E	Nós retardamos o uso de endividamento devido aos custos de transação e comissão de colocação da dívida	,561		,563	
EC_Q12A	A vantagem tributária da dedutibilidade dos juros	,550			,528
EC_Q13C	Nós nos endividamos quando as taxas de juro estão particularmente baixas	,533			,581
EC_Q12B	Os custos potenciais de falência, concordata ou dificuldades financeiras	,450			
EC_Q12D	Nossa classificação de crédito (“rating”, conforme atribuído pelas agências de classificação de risco)	,439			,615
EC_Q13H	Nós nos endividamos quando temos lucros acumulados substanciais	,437	-,351	,488	
EC_Q12H	A volatilidade dos nossos lucros e fluxos de caixa	,433			
EC_Q12N	Nós restringimos nosso endividamento de forma que os lucros de novos/futuros projetos sejam completamente capturados pelos acionistas e não tenham que ser pagos sob a forma de juros para os credores	,416		,668	
EC_Q13F	Nós retardamos o resgate da dívida devido aos custos e comissões para recapitalização	,351		,402	
EC_Q12I	Nós limitamos o endividamento; assim, nossos clientes/fornecedores não se preocupam com a possibilidade de a nossa empresa falir	,337		,463	
EC_Q12C	Os níveis de endividamento de outras empresas em nosso setor	,318			,473
EC_Q12K	Se nós nos endividarmos, nossos competidores saberão que será muito improvável que iremos reduzir nossa produção e/ou vendas		-,831	,620	
EC_Q5C	Nós tomamos dívida de curto prazo enquanto esperamos as taxas de mercado de longo prazo declinarem		-,742		,477
EC_Q5D	Nós tomamos dívida de curto prazo para que os retornos dos novos projetos possam ser capturados mais integralmente pelos acionistas, ao invés de nos comprometermos com o pagamento de lucros de longo prazo sob a forma de juros para os credores		-,723	,637	
EC_Q5A	Nós tomamos dívida de curto prazo quando as taxas de juros de curto prazo estão baixas, comparadas às taxas de longo prazo		-,660		,379
EC_Q5E	Nós esperamos que a nossa classificação de crédito (“rating”) irá melhorar; assim nós tomamos dívida de curto prazo até que isso aconteça		-,612	,545	
EC_Q12L	Um índice de endividamento alto nos ajuda a barganhar concessões de nossos empregados	,305	-,573	,569	

⁵ Lê-se, por exemplo: EC_Q12G: Dimensão Estrutura de Capital, questão 12, item G.

Quanto às questões de estrutura de capital, as diferenças apresentadas nos itens que compõem cada fator estão evidenciadas na Tabela 18. Dos 29 itens, somente 23 encontram-se associados a fatores no estudo original, contra os 28 apresentados neste estudo. Na associação dos itens, a cada fator, nesta dimensão, o fator EC1 para este estudo possui mais variáveis (itens) que o fator EC2, o que não ocorre no estudo original, no qual essa divisão ocorreu bem no meio, porém continua evidente a formação de dois fatores nesta dimensão em qualquer um dos dois estudos. Em uma análise mais detalhada da composição de cada fator em cada estudo, percebe-se que os itens não são sempre os mesmos. Isso se deve ao fato de os assuntos que compõem cada fator estarem muito relacionados na prática.

Para a dimensão custo de capital, conduziu-se a quinta análise fatorial, aberta, com rotação oblíqua. Encontraram-se dois fatores com *eigenvalues* superiores a 1, assim como no estudo de GH. Diferentemente do estudo original de GH, em análise pormenorizada da matriz-padrão para esses dois fatores, encontraram-se os mesmos problemas detectados e descritos na dimensão anterior. No estudo original, o item Q3B apresentou um coeficiente negativo, refletindo num *Alpha* de Cronbach negativo também. Com isso, conforme Cunha (2000), observou-se que a questão estava sendo respondida de maneira inversa e, por isso, ela foi recodificada. Na versão traduzida, esse fato não foi constatado, constituindo um enigma (*puzzle*) para a interpretação dos resultados apresentados. O *Scree Plot* foi executado nos dois estudos, sugerindo, exatamente, que dois fatores são suficientes para explicar esses dados, conforme mostra a Tabela 19. A questão avaliada dessa dimensão foi: 3. Sua empresa estima o custo do capital próprio? Sim Não (se 'não', por favor, pule para a questão 4). Se 'sim', como você determina o custo do capital próprio para sua empresa?

Tabela 19: Análise fatorial das questões de Custo de Capital

<i>Questão /Item⁶</i>	<i>Descrição do item da questão</i>	<i>Fator CC1</i>	<i>Fator CC2</i>	<i>Fator CC1-GH</i>	<i>Fator CC2-GH</i>
CC_Q3B	Usando o “Capital Asset Pricing Model” (CAPM, abordagem do “beta”)	,830		-,806	
CC_Q3A	Com a média histórica dos retornos das ações ordinárias	,729		,641	
CC_Q3C	Usando o CAPM, mas incluindo alguns “fatores de risco” adicionais	,648		-,416	,715
CC_Q3E	Por decisões regulatórias		,772		,756
CC_Q3F	Retroagindo do modelo de dividendos e/ou lucros descontados, por ex.: Preço = Dividendos/(Custo de Capital – Taxa de Crescimento)	,445	,683	,354	,506
CC_Q3D	Aquele que nossos investidores nos dizem que requerem	-,309	,639	,608	
	% Variância	37,273	21,851	29,588	23,324
	% variância acumulada	37,273	59,124	29,588	52,912
	<i>Eigenvalue</i>	2,236	1,311	1,775	1,399
	Alpha de Cronbach	,707	,570	,529	,352

Os resultados das saturações fatoriais (Tabela 19) foram, de maneira geral, satisfatórios ($Sat_{fat} > 0,63$, no Brasil e, $Sat_{fat} > 0,40$, no original), conforme a matriz-padrão em estudo. Diferente da dimensão anterior, todos os itens apresentaram, nos dois casos, comunalidades acima do desejável ($h^2 < 0,30$). De maneira geral, interpretam-se esses resultados de forma satisfatória, pois os itens foram elaborados para avaliar uma única dimensão: custo de capital.

No caso da dimensão custo de capital, neste estudo, o item Q3C – usando o CAPM, mas incluindo alguns ‘fatores de risco’ adicionais’ como sendo do fator CC1 - e o item Q3D – aquele que nossos investidores nos dizem que requerem – aparecem como sendo do fator CC2. No estudo original, isso apareceu de maneira invertida.

⁶ Lê-se, por exemplo, CC_Q3B: Dimensão Custo de Capital, questão 3, item B.

5.2.3 Estudos de consistência interna

As quatro dimensões do *Duke Special Survey on Corporate Policy* apresentaram índices *Alpha* de Cronbach (CRONBACH, 1951, 1996; CRONBACH; MEEHL, 1955), que variaram de desejável ($\alpha > 0,80$) a satisfatório ($\alpha > 0,70$), independentemente da dimensão e do estudo em questão. A dimensão custo de capital, que havia apresentado problemas no *alpha* no estudo original, também apresentou esse problema no estudo brasileiro.

No caso específico deste estudo, a dimensão orçamento de capital apresentou-se desejavelmente consistente ($\alpha = 0,89$), conforme mostra a Tabela 17. As correlações item-dimensão apresentaram-se satisfatórias, variando de 0,31 a 0,69. A mediana das correlações item-item foi de 0,31, o que revela que não se está medindo um único conteúdo e que a combinação de conteúdos apresentados constitui um único constructo. No estudo original, o *alpha* foi de 0,75; as correlações item-dimensão foram de 0,03 a 0,48 e a mediana das correlações foi de 0,165.

Esse mesmo comportamento repetiu-se, parcialmente, nas outras dimensões. As dimensões custo de capital e estrutura de capital apresentaram dois fatores cada: CC1 e CC2 e EC1 e EC2, conforme evidenciam as tabelas 18 e 19. A segunda, no entanto, mostrou-se satisfatoriamente mais consistente que a primeira ($\alpha = 0,71, 0,57, 0,85$ e $0,84$, respectivamente para cada fator). Na dimensão de custo de capital, seus itens obtiveram correlações item-dimensão que variaram de 0,49 a 0,56, para o fator CC1, e 0,19 a 0,51 para o fator CC2. Na dimensão estrutura de capital, seus itens apresentaram correlações item-dimensão, que variaram de 0,31 a 0,62, para o fator EC1, e 0,34 a 0,65 para o fator EC2. As

medianas das correlações item-item foram 0,46 e 0,20 para os fatores da dimensão custo de capital e 0,27 e 0,29 para os fatores da dimensão estrutura de capital. No estudo original, essas dimensões também apresentaram diferenças nos níveis de satisfação em relação ao estudo brasileiro, porém mais acentuadas. Na dimensão custo de capital, os fatores apresentaram *alpha* de Cronbach de $-0,743$ e $0,352$. Com isso, conforme Cunha (2000), foi observada a inversão da questão Q3B, e seus valores foram redefinidos. No novo cálculo, este fator apresentou *alpha* de Cronbach de $0,529$. Seus itens obtiveram correlações item-dimensão de $0,16$ a $0,33$ e $0,28$ a $0,41$ para cada um dos fatores. As medianas das correlações item-item, para cada um dos fatores, foram $0,23$ e $0,29$. No caso de Estrutura de Capital, os valores do *alpha* de Cronbach foram de $0,80$ e $0,77$, correlação item-dimensão $0,33$ a $0,55$ e $0,31$ a $0,57$ e a mediana foi de $0,26$ e $0,22$ para os fatores EC1 e EC2, respectivamente.

Interpretam-se todos esses últimos resultados de forma satisfatória, pois eles indicam claramente que as dimensões devem ser aceitas como consistentes (PESTANA; GAGEIRO, 2003; GARSON, 2005); que as correlações item-dimensão estão em uma faixa considerada adequada; que a mediana das correlações item-item deixa claro que não se está avaliando um único conteúdo por dimensão (aspecto que é insuficiente para a constituição de uma dimensão).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho analisou e validou o questionário *Duke Special Survey on Corporate Policy* de John R. Graham e Campbell Harvey para a realidade brasileira, confirmando a hipótese alternativa deste estudo. Dado esse objetivo teórico, foi feita uma ampla revisão teórica acerca de três núcleos de estudo: as teorias sobre políticas financeiras; as *surveys* sobre políticas financeiras realizadas nos países onde o questionário foi aplicado; o entendimento sobre os fatores importantes na construção e validação de um instrumento para sua aplicação clínica.

Do ponto de vista das teorias sobre políticas financeiras, procurou-se caracterizá-las distintamente. Em cada caso, as teorias normativas objetivam prescrever uma via de ação racional. Entretanto, enquanto as situações envolvendo múltiplos objetivos são passíveis de modelagem, conforme aumenta a dificuldade da situação, maiores são as concessões e abstrações a serem feitas para um tratamento matemático do problema. Por causa disso, no Capítulo 2, contrapuseram-se essas teorias aos estudos empíricos sobre as práticas financeiras, os quais oferecem um entendimento sobre a forma como os gestores se comportam na realidade.

Foi realizada também a revisão sobre os fatores que interferem na aceitação internacional de uma *survey* (qualidades métricas). Essa etapa resultou na formulação de constructos teóricos sobre a forma como as diferenças culturais se manifestam nos instrumentos de pesquisa.

A segunda etapa consistiu no trabalho empírico realizado sobre o instrumento de pesquisa, o questionário de John R. Graham e Campbell Harvey, o *Duke Special Survey on Corporate Policy*.

A abordagem metodológica e o contexto de decisão escolhidos para desenvolvimento desse trabalho foram apresentados no capítulo sobre o método de pesquisa. A hipótese central desse estudo era que o questionário em questão, no Brasil, mede o que ele se propõe a medir, portanto serem aceitas as suas qualidades métricas .

Com base nos resultados, perceberam-se diferenças comportamentais e econômicas relacionadas aos fatores de investigação propostos para o tipo de análise de questionário proposto neste trabalho.

6.1 Conclusões

As políticas financeiras foram divididas em quatro dimensões: orçamento de capital, custo de capital, estrutura de capital e governança corporativa.

O objetivo principal da pesquisa foi verificar, através de uma análise qualitativa e quantitativa, se o conteúdo informacional do questionário utilizado por Graham e Harvey (2001) e por Brounen, Jong e Koedijk (2004), *Duke Special Survey on Corporate Policy*, é válido para uso em pesquisas na realidade brasileira. Adicionalmente, foi verificado se os resultados obtidos das qualidades métricas do questionário na versão brasileira estão de acordo com os resultados obtidos na versão utilizada por Graham e Harvey (2001) na América do Norte.

No primeiro momento, a investigação abordou os aspectos conceituais relacionados às temáticas que suportaram a formulação do problema a ser investigado. Enfatizou-se que o objetivo da pesquisa em finanças é fornecer informações relevantes aos executivos financeiros. Neste sentido, foram discutidas as características qualitativas do questionário e a sua relação com o mercado financeiro.

O objetivo principal da pesquisa foi atingido com sucesso, apesar das limitações metodológicas do instrumento. As três qualidades métricas - validade de conteúdo; validação dos itens de cada dimensão; fidedignidade - investigadas no questionário foram encontradas. As duas últimas puderam ser executadas também para o questionário original de Graham e Harvey e o resultado foi muito semelhante, superando as expectativas e reforçando os resultados encontrados para a versão brasileira.

Todos os objetivos específicos da pesquisa foram atingidos, uma vez que foi possível contar com a participação de 12 professores e executivos financeiros para as etapas de tradução e validação do conteúdo, as quais foram concluídas com resultados satisfatórios. Posteriormente, o questionário foi aplicado na população e o retorno acima de 100

respondentes garantiu a viabilidade dos cálculos fatoriais (validade) e de consistência interna (fidedignidade). Os resultados apresentados na versão brasileira foram comparados com os da América do Norte, os quais apresentaram diferenças sutis na formação dos fatores das dimensões, confirmando a possibilidade de aplicação deste instrumento em grande escala nas empresas brasileiras, visando à investigação dos resultados (análise das respostas).

Os resultados fatoriais e de consistência interna nos dois estudos contribuíram também para a teoria, evidenciando a segmentação dos assuntos custo de capital e estrutura de capital em dois fatores cada. O custo de capital é suportado ora por modelos teóricos baseados no histórico dos retornos das ações, ora por condições ambientais (fatores externos). Em relação à estrutura de capital, as empresas ou são oportunistas, isto é, estão preocupadas com o *timing*, *trade-off* e com a lucratividade que suas operações estão gerando e trabalham em relação a isso, ou são cautelosas, isto é, estão preocupadas com a sinalização, o risco, a motivação e a assimetria informacional, assim como com a governança corporativa.

As principais limitações do estudo referem-se aos aspectos metodológicos específicos, amplamente discutidos na seção 3.8 (Limitações do Método).

A presente pesquisa contribuiu para as discussões qualitativas e quantitativas sobre o papel dos questionários na investigação de qualquer assunto na área das ciências sociais. A relação entre a prática e a teoria em finanças tem sido estudada, principalmente em países desenvolvidos, em trabalhos empíricos,, nos quais se busca identificar pontos de melhoria na adequação entre a prática e a teoria, a fim de torná-los continuamente alinhados às necessidades dos usuários. No Brasil, as pesquisas quali-quantitativas em finanças ainda são muito escassas. Em sua maioria, as investigações abordam métodos estatísticos baseados em

estudos de evento e regressões. Percebe-se a necessidade de consolidar métodos estatísticos e econométricos junto às pesquisas contábeis, a fim de explorar as relações causais entre fenômenos percebidos, mas não mensurados.

O presente estudo não pretende esgotar o assunto sobre a discussão que trata do rigor metodológico na utilização de questionários em pesquisas financeiras, tampouco tenciona esgotar a discussão sobre as teorias ensinadas na academia e o comportamento dos executivos financeiros na prática. Este estudo visa incentivar o interesse por esta linha de pesquisa. Estudos adicionais podem dar-lhe continuidade e fornecer maior robustez aos resultados encontrados.

6.2 Limitações

Apesar de todo o empenho demandado para a execução desta pesquisa, ela apresentou três limitações principais:

- o baixo percentual de retorno dos questionários (6,77%), embora equiparado aos percentuais encontrados em algumas pesquisas, comprometeu a generalização dos resultados;
- a extensão do questionário, como ressaltado no Capítulo 3, desmotivou muitos participantes da amostra a responder o questionário;
- concentração dos respondentes nos estados do Rio Grande do Sul e de São Paulo.

Outra limitação identificada foi a falta de parâmetro em pesquisas desta natureza em finanças no Brasil. Não se conhecia o melhor método de envio e estruturação do questionário para este público, o que pode ter influenciado o índice de resposta.

6.3 Perspectivas para Novos Estudos

Ao longo do trabalho, procurou-se discutir os principais temas que relacionam políticas financeiras e validação de instrumentos. Dada a interdisciplinaridade do estudo, entretanto, fica a percepção de que muitos pontos podem ser explorados com maior profundidade.

Alguns aspectos culturais são freqüentemente citados como motivo para a adesão das empresas brasileiras a certas práticas de gestão. A fim de dar à cultura seu peso exato, seria interessante que outros estudos analisassem as práticas organizacionais, comparando a propensão das empresas brasileiras com a disposição de empresas de outros países para tal comportamento.

Sugere-se a replicação deste estudo e de sua metodologia para toda a América Latina e a comparação dos resultados com os encontrados na América do Norte, na Europa e no Brasil.

6.4 Palavras Finais

Ao concluir o presente trabalho, verifica-se que houve um longo processo de amadurecimento acadêmico e pessoal durante sua elaboração. Durante o processo, surgiram inúmeras vias de pesquisa, pontos de vista, contradições e incertezas que indicam que o produto final é a formalização de uma fração daquilo que o trabalho representa. Depois de participar de um projeto como este, não se é mais a mesma pessoa.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Ari Ferreira. As proposições de Modigliani e Miller e a tributação brasileira. **Anais ENANPAD**, 2002.
- ALENCAR, Roberto Carvalho de; GUERREIRO, Reinaldo. A mensuração do Resultado da Qualidade em Empresas Brasileiras. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**. Ed. Especial. São Paulo, 30/06/2004
- ANATASI, Anne; URBINA, Susana. **Testagem Psicológica**. Porto Alegre: Ed. Artmed, 2000.
- ANGELO, Cláudio Felissoni de; SIQUEIRA, João Paulo L. de. Avaliação das Condições Logística para a Adoção do ECR nos supermercados brasileiros. **RAC**, v. 4, n. 3, set/dez, 2000, p. 89-106.
- ANGERS, M. *Initiation pratique à la methodologie des sciences humaines*. Montréal : **Les Éditions de la Chenelière**. 1992.
- ASSAF Neto, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- BALBINOTTI, Marcos Alencar Abaide. Estou testando o que imagino estar? Reflexões acerca da validade dos testes psicológicos. In. VAZ, Cícero Emidio; GRAFF, Rodrigo Linck. (Org.) **Técnicas Projetivas: Produtividade em pesquisa**. 1a. ed. São Paulo: Casa do Psicólogo, 2004. v. Único. 556 p.
- BALBINOTTI, Marcos Alencar Abaide. Para se avaliar o que se espera: reflexões a cerca da validade dos testes psicológicos. **Alethéia**, nro. 21, jan/jun, 2005. p. 43-52.
- BALBINOTTI, Marcos Alencar Abaide; GAVRONSKI, Iuri. Verificação de Propriedades Psicométricas do Inventário de Motivação à Certificação ISO 14001. **Anais ENANPAD**. Curitiba, 2004.
- BALBINOTTI, Marcos Alencar Abaide; TÊTREAU, Bernard. *L'Éducation à la Carrière: Une Étude Brésilienne de la Validité Transculturelle du Questionnaire sur l'Éducation à la Carrière*. **Internat. Jnl. For Educational and Vocational Guidance**, v. 2, 2002. p. 101-114.
- BALL, R *The theory of Stock market efficiency: accomplishments and limitations*. Chaper 2 in STERN, J. M. & CHEW Jr., D.H. (org.). **The Revolution in Corporate Finance**, 4 ed. New York: Blackwell, 2003.

- BANCEL, Frank; MITTOO, Usha R. *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. Financial Management*, 2004.
- BANDEIRA, Marina *et al.* Validação transcultural do Teste de Orientação da Vida (TOV-R). *Estudos de Psicologia*, v. 7, n. 2, 2002. p. 251-258.
- BERLE, A; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan, 1932.
- BEUREN, Ilse Maria; ROEDEL, Ari. O uso do Custeio Baseado em atividades – ABC (Activity Based Costing) nas maiores empresas de Santa Catarina. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, n. 30, set/dez, 2002. p. 7-18.
- BIERMAN, Harold J. *Capital budgeting in 1992: A survey. Financial Management*, v. 22, 24. 1993
- BILLINGSLEY, Randall S.; SMITH, David M. *Why do Firms Issue Convertible Debt? Financial Management*, v. 25, n. 2, Summer, 1996. p. 93-99.
- BISQUEIRA, R.. *Introducción a la estadística aplicada a la investigación educativa: un enfoque informático com los paquetes BMDP y SPSS*. Barcelona: PPU, 1987.
- BLACK, Fisher. *The Dividend Puzzle. Journal of Portfolio Management*, v.2, 1976. p.5-8.
- BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy*, v. LXXXI, 1973. p. 637-654.
- BLOCK, Stanley B. *A study of Financial Analysts: Practice and Theory. Financial Analysts Journal*, v. 55, n. 4, jul-ago, 1999, p. 86-95.
- BNDES. Carta Circular no 64/02. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/clientes/porte/porte.asp>. Acesso em: 12/08/2005.
- BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. *Finanças*. Porto Alegre: Bookman, 1999. 436p.
- BRAGA, Roberto. *Fundamentos e técnicas de Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1995. 410p.
- BRAV, Alon; GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; MICHAELY, Roni. Payut policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, 2005. p. 483-527.
- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. *Princípios de Finanças Empresariais. Portugal*: McGraw Hill, 1998. 998p.
- BRENNAN, Michael J. *Corporate Finance over the past 25 years. Financial Management*, v. 24, n. 2, Summer, 1995. p. 9-22.
- BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da Moderna Administração Financeira*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1999. 713p.
- BROUNEN, Dirk; JONG, Abe de; KOEDIJK, Kees. *Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice. Financial Management*, 2004.
- BRUNER, Robert F.; EADES, Kenneth M.; HARRIS, Robert S.; HIGGINS, Robert C., *Best practices in estimating the cost of capital: Survey and synthesis, Financial Management* 27, 1998. p. 13-28.
- BRYMAN, A., CRAMER, D.. *Quantitative data analysis with SPSS release 8 for Windows: A guide for social scientists*. New York: Routledge, 1999.
- BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSCH, G. *Stockholder-Manager conflicts and firm value, Financial Analysts Journal*, May/June, 1998, p. 14-30.

CAMACHO, Fernando. Custo de Capital de Indústrias Reguladas no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 11, n. 21, Rio de Janeiro: jun/2004. p. 139-164.

CARON, Jean. *Ressources communes: Les instruments de mesure*. **RSMQ - Réseau Santé Mentale du Québec FRSQ**. Disponível em: <http://www.Rsmq.qc.ca/fr/instruments/guide.htm>. Acesso em: 23/11/2004.

CARVALHO, A. G. **Efeitos da Migração para os níveis de governança da Bovespa**. Artigo inédito, abril, 2003, p. 29.

COCHIA, Camila B. Rodrigues; SILVA, Clóvis L. Machado da. Ambiente, Interpretação e Estratégia em Organização Paranaenses dos setores de Vestuário e Alimentos. **RAC**, ed. Especial, 2004. p.11-35.

COLAUTO, Romualdo Douglas, BEUREN, Ilse Maria. Coleta, Análise e Interpretação dos Dados. In: **Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade**. Org.: Ilse Maria Beuren. São Paulo: Atlas, 2003.

COLES J. W., McWILLIAMS V. B., SEN, N. *An examination of the relationship of governance mechanisms to performance*”, **Journal of Management**, v. 27, 2001. p. 23-50.

COPELAND, Tom; ANTIKAROV, Valdimir. **Opções Reais: um novo paradigma para reinventar a avaliação de investimentos**. Rio de Janeiro: Campus, 2002. 370p.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas - Valuation**. São Paulo: Makron Books, 2000. 521p.

COPELAND, Thomas E., WESTON, J.Fred. **Financial Theory and Corporate Policy**. 3rd. Massachusetts: Addison Wesley, 1988.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. *Corporate Governance, chief executive officer compensation, and firm performance*, **Journal of Financial Economics**, March, v. 51, n. 3, 1999. p. 371-406.

COWLES, Alfred. *Can Stock Market Forecasters Forecast?* **Econometrica**, v. 1, 1933. p. 309-324.

CRONBACH, L. J.. *Coefficient alpha and the internal structure of tests*. **Psychometrika**, 16, 1951. p. 297-334.

CRONBACH, L. J.. **Fundamentos da Testagem Psicológica**, (5^a ed.). Porto Alegre: Artes Médicas, 1996.

CRONBACH, L. J., MEEHL, P. E. *Coefficient Construct validity in psychological tests*. **Psychological Bulletin**, 52, 1955. p. 281-302.

CUNHA, Jurema Alcides. **Psicodiagnóstico – V**. 5^a ed. Porto Alegre: ARTMED, 2000.

DAMODARAN, Aswath. **Corporate Finance**, New York: John Wiley & Sons, 1997.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. 630p.

DASSA, C.. *Analyse multidimensionnelle exploratoire*. **Montreal : Univesité de Montreal**, 1996.

DASSA, C.. *Analyse multidimensionnelle exploratoire et confirmative*. **Montreal : Univesité de Montreal**, 1999.

DILMANN, Don A.. **Mail and Telephone surveys – The Total Design Method**. New York: Wiley-Interscience, 1978.

- DOMMEYER, Curt J.; MORIARTY, Elanor. *Comparing two forms of na e-mail survey: Embedded vs. Attached. Journal of the Market Research Society*, London: Market Research Society, Winter 1999/2000.
- EID Jr, William. Custo e Estrutura de Capital: O Comportamento das empresas brasileiras. *RAE Revista de Administração de Empresas*, v. 36, n. 4, Out/Nov/Dez. São Paulo, 1996. p. 51-59.
- EISENHARDT, Kathleen M. *Agency Theory: An Assessment and Review. Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, 1989. p. 57-74.
- EPPS, Ruth W; MITCHEM, Cheryl E. *A Comparison of Capital Budgeting Techniques used in the United States with those used in Japan and Korea. Advances in International Accounting*, v. 7, 1994. p.205-214.
- FAMA, E. F.. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. Journal of Finance*, março, 1970.
- FENSTERSEIFER, Jaime E.; GALESNE, Alain; ZIEGELMANN, Júlio. A utilização de técnicas analíticas nas decisões de investimento de capital das grandes empresas no Brasil. *Revista de Administração*, v. 22, n. 4, out/dez. São Paulo: 1987. p. 70-78.
- FERREIRA, L. de S.; BRASIL, H.G.. Estrutura de Capital: Um teste preliminar da Pecking Order Hypothesis. *Anais ENANPAD*, Rio de Janeiro, 1997.
- GARSON, D.. *PA 765 Statnote: An online textbook*. Disponível em: <http://www2.chass.ncsu.edu/garson/pa765/statnote.htm>. Acessado em: 26/03/2005.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1991.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7 ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- GITMAN, Lawrence J.; FORRESTER Jr., John R. *A survey of Capital Budgeting Techniques used by Major U.S. Firms. Financial Management, Fall, 1977*. p. 66-71.
- GITMAN, Lawrence J.; MERCURIO, Vincent. *Cost of capital techniques used by major U.S. firms: Survey and analysis of Fortune's 1000. Financial Management*, v. 14, 1982. p. 21-29.
- GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell, R. *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. Journal of Financial Economics*, v. 61, 2001.
- GRZYBOVSKI, Denise; BOSCARIN, Roberta; MIGOTTI, Ana Maria Bellani. Estilo Feminino de Gestão em Empresas Familiares Gaúchas. **RAC**, v. 6, n. 2, mai/ago, 2002. p. 185-206.
- GUILLEMIN, F., BOMBARDIER, C., BEATON, D. *Cross-cultural adaptation of health-related quality of life measures: literature review and proposed guidelines. Journal of Clinical Epidemiology*, 46 (120), 1993. p. 1471-1432.
- GUNTHER, Hartmut. Como elaborar um questionário. In: **Instrumentos Psicológicos: manual prático de elaboração**. Luiz Pasquali (organizador). Brasília: Lab PAM, IBAPP, 1999. p. 231-258.
- HAIR, Jr., J.F.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L; BLACK, W.C.. **Análise Multivariada de Dados**. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HARRIS, M.; HAVIV, A.. *Theory of Capital Structure. Journal of Finance*, v. 46, n. 1, 1991.

HERNÁNDEZ-NIETO, Rafael A. *Contributions to statistical analysis*. Mérida, Venezuela: Universidad de Los Andes, 2002.

HOPPEN, Norberto; LAPOINTE, Liette; MOREAU, Eliane. Avaliação de artigos de pesquisa em sistemas de informação: proposta de um guia. *Anais do ENANPAD*, Rio das Pedras/RJ, 1997.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3ed. 2004. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 19/08/2005.

JENSEN, Michael C. *Agency cost of free cash flow, corporate finance takeovers*. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, may, 1986. p. 323-339.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, v. 3, july, 1976. p. 305-360.

KLASSEN, Robert D.; JACOBS, Jennifer. *Experimental comparison of web, electronic and mail survey technologies in operations management*. *Journal of Operations Management*, v. 19, n. 6, november, 2001. p. 713-728.

KRAUS, Alan; LITZENBERGER, Robert. *A State Preference Model of Optimal Financial Leverage*. *Journal of Finance*, v.28, 1973. p. 911-922.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance*. *The journal of Finance*, v. LII, n. 3, July, 1997a. p. 1131-1150.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Agency Problems and Dividend Policies around the world*. *Second Draft*, Nov, 1997b.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance*. *The journal of Political Economy*, v. 106, December, 1998. p. 1113-1155.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Corporate ownership around the world*. *Journal of Finance*, v. 54, 1999. p. 471-518.

LEAL, Ricardo P. C.; SILVA, André L. C.; VALADARES, Sílvia M. *Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto*. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, jan/abr, 2002. p. 07-18.

LIKERT, R. A.. *Technique for the measurement of attitudes*. *Archives of Psychology*, 22, 140, 1932. p. 44-53.

LIMA, João Batista Nast de. **Governança Corporativa e Precificação das Ações no Mercado de Capitais Brasileiro: Evidências Empíricas dos Efeitos das Divulgações Contábeis**. Dissertação de Mestrado. São Leopoldo: UNISINOS, 2004.

LIMA, João Batista Nast de; TERRA, Paulo Renato Soares. *Emerging Market Reaction to Financial Reporting and Corporate Governance: Evidence from Brazil*. Artigo Inédito. 2005.

LINTNER, John. *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. *American Economic Review*, v. 46, n. 2, 1956. p. 97-113.

- LINTNER, John. *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*. **Review of Economics and Statistics**, v. 47, fev, 1965. p. 13-37.
- MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de Marketing**. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- MARKOWITZ, Harry. *Portfolio Selection*. **The Journal of Finance**, New York : American Finance Association, v. 26, n. 1, Feb., 1952. p. 65-86.
- MATOS, Diana M.; MOURA, Heber José de. Proposta de um modelo para determinação do custo de capital baseado em análise hierárquica. **Anais ENANPAD XXVI**, 2002.
- McCONNELL, John J.; MUSCARELLA, Chris J. *Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm*. **Journal of Financial Economics**, v. 14, september, 1985. p.399-422.
- MILLER, Merton. *Debt and taxes*. **Journal of Finance**, may, 1977.
- MILLER, Merton H. *The History of Finance: An Eyewitness Account*. In: **The Revolution in Corporate Finance**. Blackwell, 2004. p. 3-9.
- MILNE, Frank. **Finance theory and asset pricing**. Oxford: Clarendon Press, 1995.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. *The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment*. **American Economic Review**, v. XLVIII, n. 3, 1958. p. 261-297.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. **American Economic Review**, june, 1963. p. 433-443.
- MOSSIN, Jam. *Equilibrium in a capital asset market*. **Econometrica**, v.35, oct, 1966. p. 768-783.
- MURPHY, G., LIKERT, R. A.. **Public opinion and the individual**. New York: Harper & Row, 1938.
- MYERS, Stewart C. *The Capital Structure Puzzle*. **The Journal of Finance**, v. XXXIX, no. 3, july, 1984. p. 575-592.
- MYERS, Stewart C. *Financing of Corporations*, chapter 3 in CONSTANTINIDES, George M., HARRIS, Milton, STULTZ, René (eds.). **Handbook of the Economics of Finance**, Elsevier, 2003. p. 213-247.
- PESTANA, Maria Helena; GAGEIRO, João Nunes. **Análise de Dados para Ciências Sociais: a complementaridade do SPSS**. 3 ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2003.
- POTERBA, James M.; SUMMERS, Lawrence H. *A CEO Survey of U.S. Companies' Time Horizons and Hurdle Rates*. **Sloan Management Review**, v. 37, n. 1, 1995. p. 43-53.
- PROCIANOY, Jairo L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. **Revista de Administração de Empresas**, v. 34, n. 4, 1994. p. 74-84.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. *The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century*. **Journal of Financial Economics**, v. 69, 2003. p. 5-50.
- REIS, E.. **Estatística multivariada aplicada**. 2ª ed.. Lisboa: Edições Sílabo, 2000.
- RIBEIRO NETO, Ramon M.. **A importância da Governança Corporativa na Gestão das Empresas – O Caso do Grupo Orsa**. Artigo inédito. Disponível em: <http://www.fia.com.br/labfin/pesquisa/artigos>. Acesso em: 15/07/2004.
- RODRIGUES Jr., Waldery; MELO, Giovanni Monteiro. **Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil**. Texto para discussão nro 653, Brasília, 1999.

- ROLL, Richard. *A critique of the asset pricing theory's tests*. **Journal of Finance Economics**, mar, 1977. p. 129-176.
- ROSS, Stephen A.. *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*. **Journal of Economic Theory**, n. 13, 1976. p. 341-360.
- ROSS, Stephen A.. *Return, risk and arbitrage*. In: FRIEND, Irwin, BICKSLER, James. **Risk and return in finance**, Cambridge: Ballinger, 1977. p. 89-218.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFEE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995. 689 p.
- SANGSTER, Alan. *Capital Investment Appraisal Techniques: a survey of current usage*. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 20 n. 3, April, 1993. p. 307-332.
- SAUL, Nestor. Critérios de Decisão e Avaliação de Desempenho nas grandes empresas do Brasil. **Anais do SLADE**, Maio, 1999.
- SAUL, Nestor; FENSTERSEIFER, Jaime E. Critérios de Avaliação e Seleção de Investimentos de Capital nas Grandes Empresas Brasileiras: o "Timing" dos Projetos e o Desempenho dos Investimentos. **Anais do 16º ENANPAD**, v. 2, Canela, Setembro, 1992.
- SCHIEHL, E.; ANDRÉ, P. *Insider-Outsider Large Shareholder Monitoring, Alternative Governance Mechanisms and Firm Performance*, artigo inédito, HEC Montreal, March, 2004, p. 33
- SCLIAR, Moacyr. Questionando os questionários. **Jornal Zero Hora**, Caderno Donna ZH. Data 10/04/2005, p. 9.
- SEBRAE. Porte das Empresas. Disponível em: www.sebrae.com.br . Acesso em: 05/09/2005.
- SHARPE, William E.. *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. **The Journal of Finance**, v. XIX, n 3, september, 1964. p. 425-442.
- SIFERT Filho, N. Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, 1998. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista>. Acesso em 9/09/2005.
- SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia de Pesquisa e elaboração de dissertação**. 3 ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.
- SIRIHAL, Alexandre B.; MELO, Alfredo A. O. Estrutura de Capital: Benefícios e Contra-Benefícios fiscais do endividamento. **Anais ENANPAD**, 2000.
- SIRKIN, R. M.. *Statistics for the Social Sciences*. London: Sage Publications, 1999.
- SMITH Jr., Clifford W. *The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview*. In: **The Modern Theory of Corporate Finance**. McGraw Hill, 1989.
- SOUZA, Marcos Antônio; LISBOA, Lázaro Plácido; ROCHA, Welington. Práticas de Contabilidade Gerencial adotadas por subsidiárias brasileiras de empresas multinacionais. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, n. 32, São Paulo, mai/ago, 2003. p. 40-57.
- STANLEY, Marjorie T.; BLOCK, Stanley B. *A Survey of Multinational Capital Budgeting*. **The Financial Review**, v.19, 1984. p. 36-54.
- TRUDEL, R., ANTONIUS, R.. *Métodes quantitatives appliquées aux sciences humaines*. Montréal: Les Éditions de la Chenelière, 1991.
- VALADARES, Silvia M.; LEAL, Ricardo P. C. *Ownership and control structure of Brazilian companies*. **Revista Abante**, v.3, n. 1, 2000. p. 29-56.

VALLERAND, Robert J. *Vers une méthodologie de validation trans-culturelle de questionnaires psychologiques: implications pour la recherche en langue française.* ***Psychologie Canadienne***, v. 30, 1989. p. 662-680.

WEIMER, Jeroen; PAPE, Joost C. *A taxonomy of Systems of Corporate Governance.* ***Corporate Governance***, v. 7, n. 2, april, 1999. p. 152-166.

WESTON, J.F.; SIU, J. A.; JOHNSON, B. A. *Takeovers, Restrcturings and Corporate Governance.* In: ***Corporate Governance and Performance***. Prentice Hall, 2001. p. 391-408.

ANEXOS

Anexo 01: Versão Original – inglês – Graham e Harvey

Instruction: Fill in one square per line.

1. How frequently does your firm use the following techniques when deciding which projects or acquisitions to pursue? (scale 0-4; never-always)

- | | |
|----------------------------------|--|
| a. Net Present Value (NPV) | i. Accounting Rate of Return (or Book rate of return on assets) |
| b. Internal Rate of Return (IRR) | j. Sensitivity analysis (e.g.: .good. vs. .fair. vs. .bad.) |
| c. Hurdle Rate | k. Value at risk (VaR) or other simulation analysis |
| d. Earnings multiple approach | l. We incorporate the .real options. of a project when evaluating it |
| e. Adjusted Present Value (APV) | m. Other. |
| f. Payback Period | |
| g. Discounted payback period | |
| h. Profitability index | |

2. How frequently would your company use the following discount rates when evaluating a new project in an overseas market? To evaluate this project we would use..(scale 0-4; never-always)

- | | |
|--|---|
| a. The discount rate for our entire company | d. A risk-matched discount rate for this particular project (considering both country and industry) |
| b. The discount rate for the overseas market (country discount rate) | e. A different discount rate for each component cashflow that has a different risk characteristic (e.g.: depreciation vs. operating cash flows) |
| c. A divisional discount rate (if the project line of business matches a domestic division) | |

3. Does your firm estimate the cost of equity capital?

Yes No (if .no., please skip to #4) If .yes., how do you determine your firm.s cost of equity capital? (scale 0-4;never-always)

- | | |
|--|--|
| a. With average historical returns on common stock | d. Whatever our investors tell us they require |
| b. Using the Capital Asset Pricing Model (CAPM, the beta approach) | e. By regulatory decisions |
| c. Using the CAPM but including some extra .risk factors. | f. Back out from discounted dividend/earnings model, e.g.: $\text{price} = \text{div.}/(\text{cost of cap. growth})$ |
| | g. Other.... |

4. When valuing a project, do you adjust either the discount rate or cash flows for the following risk factors? (4 options: disc.rate; cash flow; both; neither)

- | | |
|---|---|
| a. Risk of unexpected inflation | f. Foreign exchange risk |
| b. Interest rate risk (change in general level of interest rates) | g. Distress risk (probability of bankruptcy) |
| c. Term structure risk (change in the long-term vs. short term interest rate) | h. Size (small firms being riskier) |
| d. GDP or business cycle risk | i. .Market-to-book. ratio (ratio of market value of firm to book value assets) |
| e. Commodity price risk | j. Momentum (recent stock price performance) |
| | k. Other... |

5. What factors affect your firm.s choice between short-and long-term debt? (scale 0-4; not important-very important)

- | | |
|---|---|
| a. We issue short term when short term interest rates are low compared to long term rates | c. We issue short-term when we are waiting for long-term market interest rates so decline |
| b. Matching the maturity of our debt with the life of our assets | d. We borrow short-term so that returns from new projects can be captured more fully by shareholders, |

rather than committing to pay long-term profits as interest to debtholders

e. We expect our credit rating to improve, so we borrow short-term until it does

f. Borrowing short-term reduces the chance that our firm will want to take on risky projects

g. We issue long-term debt to minimize the risk of having to refinance in bad times.

h. Other...

6. What was your firm.s approximate (trailing) Price/Earnings ratio over the past 3 years?..... (e.g.: 18)

7. What is the credit rating for your firm.s debt? Write NONE if debt not rated....(e.g.: AA-, B+)

8. Has your firm seriously considered issuing debt in foreign countries?

Yes / No (If .no., please skip to #9) If .yes., what factors affect your firm.s decisions about issuing foreign debt? (scale 0-4; not important-very important)

a. Favourable tax treatment relative to the U.K. (e.g.: different corporate tax rates)

b. Keeping the .source of funds. close to the .use of funds.

c. Providing a .natural hedge. (e.g.: if the foreign currency devalues, we are not obligated to pay interest in British pounds)

d. Foreign regulations require us to issue debt abroad

e. Foreign interest rates may be lower than domestic interest rates

f. Other....

9. Has your firm seriously considered issuing convertible debt?

Yes / No (If .no., please skip to #10) If .yes., what factors affect your firm.s decisions about issuing convertible debt? (scale 0-4; not important- very important)

a. Convertibles are an inexpensive way to issue .delayed. common stock

b. Protecting bondholders against unfavourable actions by managers or stockholders

c. Convertibles are less expensive than straight debt

d. Other firms in our industry successfully use convertibles

e. Avoiding short-term equity dilution

f. Our stock is currently undervalued

g. Ability to .call. or force conversion of convertible debt if/when we need to

h. To attract investors unsure about the riskiness of our company

i. Other...

10. Has your firm seriously considered issuing common stock?

Yes / No (if .no., please skip to #11) If .yes., what factors affect your firm.s decisions about issuing common stock? (scale 0-4; not important-very important)

a. If our stock price has recently risen, the price at which we can issue is .high.

b. Stock is our .least risky. source of funds

c. Providing shares to employee bonus/stock option plans

d. Common stock is our cheapest source of funds

e. Maintaining target debt-to-equity ratio

f. Using a similar amount of equity as is used by other firms in our industry

g. Whether our recent profits have been sufficient to fund our activities

h. Issuing stock gives investors a better impression of our firm.s prospects than using debt

i. The capital gains tax rates faced by our investors (relative to tax rates on dividends)

j. Diluting the holdings of certain shareholders

k. The amount by which our stock is undervalued or overvalued by the market

l. Inability to obtain funds using debt, convertibles, or other sources

m. Earnings per share dilution

n. Other...

11. Does your firm have a target range for your debt ratio?

No target range

Flexible target range

Somewhat tight target range

Strict target range

12. What factors affect how you choose the appropriate amount of debt for your firm? (scale 0-4; not important-very important)

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> a. The tax advantage of interest deductibility b. The potential costs of bankruptcy, near-bankruptcy, or financial distress c. The debt levels of other firms in our industry d. Our credit rating (as assigned by rating agencies) e. The transactions costs and fees for issuing debt f. The personal tax cost our investors face when they receive interest income g. Financial flexibility (we restrict debt so we have enough internal funds available to pursue new projects when they come along) h. The volatility of our earnings and cash flows i. We limit debt so our customers/suppliers are not worried about our firm going out of business | <ul style="list-style-type: none"> j. We try to have enough debt that we are not an attractive takeover target k. If we issue debt our competitors know that we are very unlikely to reduce our output/sales l. A high debt ratio helps us bargain for concessions from our employees m. To ensure that upper management works hard and efficiently, we issue sufficient debt to make sure that a large portion of our cash flow is committed to interest payments n. We restrict our borrowing so that profits from new/future projects can be captured fully by shareholders and do not have to be paid out as interest to debtholders o. Other... |
|--|--|

13. What other factors affect your firm.s debt policy? (scale 0-4; not important-very important)

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> a. We issue debt when our recent profits (internal funds) are not sufficient to fund our activities b. Using debt gives investors a better impression of our firm.s prospects than issuing stock c. We issue debt when interest rates are particularly low d. We use debt when our equity is undervalued by the market | <ul style="list-style-type: none"> e. We delay issuing debt because of transactions costs and fees f. We delay retiring debt because of recapitalization costs and fees g. Changes in the price of our common stock h. We issue debt when we have accumulated substantial profits i. Other... |
|---|--|

14. What is your firm.s approximate long-term debt/total assets ratio?.....% (e.g.: 40%)

15. Please tick one square from each category that best describes your company

- | | | |
|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> a. Sales Revenue <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> <\$ 25 million <input type="checkbox"/> \$ 25-99 million <input type="checkbox"/> \$ 100-499 million <input type="checkbox"/> \$ 500-999 million <input type="checkbox"/> \$ 1-5 billion <input type="checkbox"/> >\$ 5 billion b. Foreign Sales <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> 0% <input type="checkbox"/> 1-24% <input type="checkbox"/> 25-49% <input type="checkbox"/> ≥50% c. Industry <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Retail and Wholesale <input type="checkbox"/> Mining, Construction <input type="checkbox"/> Manufacturing <input type="checkbox"/> Transport./Energy <input type="checkbox"/> Communication/Media <input type="checkbox"/> Bank/Finance/Insurance | <ul style="list-style-type: none"> o Tech (software/biotech/etc.) d. Ownership <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Public <input type="checkbox"/> Private e. Pay Dividends <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No f. Regulated Utility <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No g. If all options were exercised, what percent of common stock would be owned by the top three officers? <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> <5% <input type="checkbox"/> 5-10% <input type="checkbox"/> 10-20% | <ul style="list-style-type: none"> o >20% h. CEO Education <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Undergraduate <input type="checkbox"/> MBA <input type="checkbox"/> non-MBA masters <input type="checkbox"/> >masters degree <input type="checkbox"/> Other. i. Age of CEO <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> <40 <input type="checkbox"/> 40-49 <input type="checkbox"/> 50-59 <input type="checkbox"/> ≥60 j. CEO tenure (time in current job) <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> <4 years <input type="checkbox"/> 4-9 years <input type="checkbox"/> >9 years |
|--|---|--|

Anexo 02: Versão Original – inglês – Brounen, Jong e Koedijk

Instruction: Fill in one square per line.

1. How frequently does your firm use the following techniques when deciding which projects or acquisitions to pursue? (scale 0-4; never-always)

- | | |
|----------------------------------|--|
| a. Net Present Value (NPV) | i. Accounting Rate of Return (or Book rate of return on assets) |
| b. Internal Rate of Return (IRR) | j. Sensitivity analysis (e.g.: .good. vs. .fair. vs. .bad.) |
| c. Hurdle Rate | k. Value at risk (VaR) or other simulation analysis |
| d. Earnings multiple approach | l. We incorporate the .real options. of a project when evaluating it |
| e. Adjusted Present Value (APV) | m. Other. |
| f. Payback Period | |
| g. Discounted payback period | |
| h. Profitability index | |

2. How frequently would your company use the following discount rates when evaluating a new project in an overseas market? To evaluate this project we would use. (scale 0-4; never-always)

- | | |
|--|---|
| a. The discount rate for our entire company | d. A risk-matched discount rate for this particular project (considering both country and industry) |
| b. The discount rate for the overseas market (country discount rate) | e. A different discount rate for each component cashflow that has a different risk characteristic (e.g.: depreciation vs. operating cash flows) |
| c. A divisional discount rate (if the project line of business matches a domestic division) | |

3. Does your firm estimate the cost of equity capital?

Yes No (if .no., please skip to #4) If .yes., how do you determine your firm.s cost of equity capital? (scale 0-4;never-always)

- | | |
|--|--|
| a. With average historical returns on common stock | d. Whatever our investors tell us they require |
| b. Using the Capital Asset Pricing Model (CAPM, the beta approach) | e. By regulatory decisions |
| c. Using the CAPM but including some extra .risk factors. | f. Back out from discounted dividend/earnings model, e.g.: $\text{price} = \text{div.}/(\text{cost of cap. growth})$ |
| | g. Other.... |

4. When valuing a project, do you adjust either the discount rate or cash flows for the following risk factors? (4 options: disc.rate; cash flow; both; neither)

- | | |
|---|---|
| a. Risk of unexpected inflation | f. Foreign exchange risk |
| b. Interest rate risk (change in general level of interest rates) | g. Distress risk (probability of bankruptcy) |
| c. Term structure risk (change in the long-term vs. short term interest rate) | h. Size (small firms being riskier) |
| d. GDP or business cycle risk | i. .Market-to-book. ratio (ratio of market value of firm to book value assets) |
| e. Commodity price risk | j. Momentum (recent stock price performance) |
| | k. Other... |

5. What factors affect your firm.s choice between short-and long-term debt? (scale 0-4; not important-very important)

- | | |
|---|---|
| a. We issue short term when short term interest rates are low compared to long term rates | c. We issue short-term when we are waiting for long-term market interest rates so decline |
| b. Matching the maturity of our debt with the life of our assets | d. We borrow short-term so that returns from new projects can be captured more fully by shareholders, |

rather than committing to pay long-term profits as interest to debtholders

e. We expect our credit rating to improve, so we borrow short-term until it does

f. Borrowing short-term reduces the chance that our firm will want to take on risky projects

g. We issue long-term debt to minimize the risk of having to refinance in .bad times.

h. Other...

6. What was your firm.s approximate (trailing) Price/Earnings ratio over the past 3 years?..... (e.g.: 18)

7. What is the credit rating for your firm.s debt? Write NONE if debt not rated....(e.g.: AA-, B+)

8. Has your firm seriously considered issuing debt in foreign countries?

Yes / No (If .no., please skip to #9) If .yes., what factors affect your firm.s decisions about issuing foreign debt? (scale 0-4; not important-very important)

a. Favourable tax treatment relative to the U.K. (e.g.: different corporate tax rates)

b. Keeping the .source of funds. close to the .use of funds.

c. Providing a .natural hedge. (e.g.: if the foreign currency devalues, we are not obligated to pay interest in British pounds)

d. Foreign regulations require us to issue debt abroad

e. Foreign interest rates may be lower than domestic interest rates

f. Other....

9. Has your firm seriously considered issuing convertible debt?

Yes / No (If .no., please skip to #10) If .yes., what factors affect your firm.s decisions about issuing convertible debt? (scale 0-4; not important- very important)

a. Convertibles are an inexpensive way to issue .delayed. common stock

b. Protecting bondholders against unfavourable actions by managers or stockholders

c. Convertibles are less expensive than straight debt

d. Other firms in our industry successfully use convertibles

e. Avoiding short-term equity dilution

f. Our stock is currently undervalued

g. Ability to .call. or force conversion of convertible debt if/when we need to

h. To attract investors unsure about the riskiness of our company

i. Other...

10. Has your firm seriously considered issuing common stock?

Yes / No (if .no., please skip to #11) If .yes., what factors affect your firm.s decisions about issuing common stock? (scale 0-4; not important-very important)

a. If our stock price has recently risen, the price at which we can issue is .high.

b. Stock is our .least risky. source of funds

c. Providing shares to employee bonus/stock option plans

d. Common stock is our cheapest source of funds

e. Maintaining target debt-to-equity ratio

f. Using a similar amount of equity as is used by other firms in our industry

g. Whether our recent profits have been sufficient to fund our activities

h. Issuing stock gives investors a better impression of our firm.s prospects than using debt

i. The capital gains tax rates faced by our investors (relative to tax rates on dividends)

j. Diluting the holdings of certain shareholders

k. The amount by which our stock is undervalued or overvalued by the market

l. Inability to obtain funds using debt, convertibles, or other sources

m. Earnings per share dilution

n. Other...

11. Does your firm have a target range for your debt ratio?

No target range

Flexible target range

Somewhat tight target range

Strict target range

12. What factors affect how you choose the appropriate amount of debt for your firm? (scale 0-4; not important-very important)

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> a. The tax advantage of interest deductibility b. The potential costs of bankruptcy, near-bankruptcy, or financial distress c. The debt levels of other firms in our industry d. Our credit rating (as assigned by rating agencies) e. The transactions costs and fees for issuing debt f. The personal tax cost our investors face when they receive interest income g. Financial flexibility (we restrict debt so we have enough internal funds available to pursue new projects when they come along) h. The volatility of our earnings and cash flows i. We limit debt so our customers/suppliers are not worried about our firm going out of business | <ul style="list-style-type: none"> j. We try to have enough debt that we are not an attractive takeover target k. If we issue debt our competitors know that we are very unlikely to reduce our output/sales l. A high debt ratio helps us bargain for concessions from our employees m. To ensure that upper management works hard and efficiently, we issue sufficient debt to make sure that a large portion of our cash flow is committed to interest payments n. We restrict our borrowing so that profits from new/future projects can be captured fully by shareholders and do not have to be paid out as interest to debtholders o. Other... |
|--|--|

13. What other factors affect your firm.s debt policy? (scale 0-4; not important-very important)

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> a. We issue debt when our recent profits (internal funds) are not sufficient to fund our activities b. Using debt gives investors a better impression of our firm.s prospects than issuing stock c. We issue debt when interest rates are particularly low d. We use debt when our equity is undervalued by the market | <ul style="list-style-type: none"> e. We delay issuing debt because of transactions costs and fees f. We delay retiring debt because of recapitalization costs and fees g. Changes in the price of our common stock h. We issue debt when we have accumulated substantial profits i. Other... |
|---|--|

14. What is your firm.s approximate long-term debt/total assets ratio?.....% (e.g.: 40%)

15. Please tick one square from each category that best describes your company

- | | | |
|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> a. Sales Revenue <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> <£16 million <input type="checkbox"/> £16-64 million <input type="checkbox"/> £65-320 million <input type="checkbox"/> £321-640 million <input type="checkbox"/> £641 million-3,2 billion <input type="checkbox"/> >£3,2 billion b. Foreign Sales <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> 0% <input type="checkbox"/> 1-24% <input type="checkbox"/> 25-49% <input type="checkbox"/> ≥50% c. Industry <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Retail and Wholesale <input type="checkbox"/> Mining, Construction <input type="checkbox"/> Manufacturing <input type="checkbox"/> Transport./Energy <input type="checkbox"/> Communication/Media <input type="checkbox"/> Bank/Finance/Insurance | <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Tech (software/biotech/etc.) d. Ownership <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Public <input type="checkbox"/> Private e. Pay Dividends <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No f. Regulated Utility <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No g. If all options were exercised, what percent of common stock would be owned by the top three officers? <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> <5% <input type="checkbox"/> 5-10% <input type="checkbox"/> 10-20% | <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> >20% h. CEO Education <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Undergraduate <input type="checkbox"/> MBA <input type="checkbox"/> non-MBA masters <input type="checkbox"/> >masters degree <input type="checkbox"/> Other. i. Age of CEO <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> <40 <input type="checkbox"/> 40-49 <input type="checkbox"/> 50-59 <input type="checkbox"/> ≥60 j. CEO tenure (time in current job) <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> <4 years <input type="checkbox"/> 4-9 years <input type="checkbox"/> >9 years |
|---|--|---|

16. Which goals are important for your firm? (scale 0 . 4; not important . very important)

- | | |
|--|--------------------------------------|
| a. Maximize profits (e.g. ROA, ROE or EPS) | h. Maximize shareholder wealth |
| b. Maximize dividends | i. Continuity |
| c. Maximize sustainable growth (book value, sales) | j. Independence and self-sufficiency |
| d. Market position, service, quality | k. Optimize working environment |
| e. Cost control, productivity, efficiency | l. Social responsibility/environment |
| f. Knowledge | m. Other, .. |
| g. Optimize solvability | |

17. Which stakeholders are important for your firm? (scale 0 . 4; not important . very important)

- | | |
|--------------------------------|-----------------------|
| a. Customers | e. The general public |
| b. Suppliers of goods/services | f. Shareholders |
| c. Employees | g. Suppliers of debt |
| d. Management | h. Other, ... |

APÊNDICES

Apêndice A: Versão Brasileira do Questionário

Solicitamos que responda ao questionário de forma sincera e completa. Asseguramos que as informações prestadas pelos participantes são confidenciais e somente serão utilizadas para fins científicos, conforme sugerem as recomendações dos comitês de ética em pesquisa. A divulgação das informações será anônima e em conjunto com os demais respondentes. A responsabilidade sobre as opiniões expressas nas publicações oriundas dessa pesquisa são única e exclusivamente dos pesquisadores. Estimamos que o tempo para responder o questionário é de aproximadamente 20 minutos.

1. Quão frequentemente a sua empresa utiliza as seguintes técnicas quando decidindo quais projetos ou aquisições realizar?

- | | |
|--|---|
| <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> A. Valor Presente Líquido (VPL)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> B. Taxa Interna de Retorno (TIR)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> C. Taxa Mínima de Atratividade (taxa mínima de retorno para aceitação de um projeto)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> D. Abordagem de Múltiplos de Lucros (p.ex. Preço/Lucro, Preço/Valor Patrimonial)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> E. Valor Presente Ajustado (VPA)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> F. Período de Recuperação do Capital ("Payback")</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> G. Período de Recuperação do Capital Descontado ("Payback" Descontado)</p> | <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> H. Índice de Lucratividade (Valor Presente Relativo ou Índice Benefício Custo)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> I. Taxa de Retorno Contábil (Taxa de Retorno Contábil sobre os Ativos, ROI)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> J. Análise de Sensibilidade (por ex.: "Otimista" vs. "Provável" vs. "Pessimista")</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> K. Valor em Risco (VaR) ou outra Análise de Simulação</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> L. Nós incorporamos a abordagem de "Opções Reais" de um projeto ao avaliá-lo</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> M. Outras _____</p> |
|--|---|

2. Quão frequentemente sua empresa utilizaria os seguintes custos de capital ao avaliar um projeto novo em um mercado internacional? (taxa de desconto, WACC) Para avaliar esse projeto nós utilizaríamos....

- | | |
|---|--|
| <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> A. O custo de capital para toda a nossa empresa</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> B. O custo de capital para o mercado internacional (risco país)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> C. O custo de capital da divisão (se a linha de negócio do projeto casa com uma divisão doméstica)</p> | <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> D. Um custo de capital compatível ao risco para esse projeto em particular (considerando ambos país e setor)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> E. Um custo de capital diferente para cada componente do fluxo de caixa que tenha uma característica de risco diferente (por ex.: depreciação vs. fluxos de caixa operacionais)</p> |
|---|--|

3. Sua empresa estima o custo do capital próprio? Sim Não (se "Não", por favor, pule para a questão 4). Se "Sim", como você determina o custo do capital próprio para sua empresa?

- | | |
|--|--|
| <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> A. Com a média histórica dos retornos das ações</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> B. Usando o "Capital Asset Pricing Model" (CAPM, abordagem do "beta", modelo de 1 fator)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> C. Usando o CAPM, mas incluindo alguns "fatores de risco" adicionais</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> D. Aquele que nossos investidores nos dizem que requerem</p> | <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> E. Por decisões regulatórias</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> F. Retroagindo do modelo de dividendos e/ou lucros descontados, por ex.: Preço = Dividendos/(Custo de Capital – Taxa de Crescimento)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> G. Outras _____</p> |
|--|--|

4. Quando avaliando um projeto, você ajusta a taxa de desconto ou os fluxos de caixa para os seguintes fatores de risco? (1-Custo de Capital; 2-Fluxo de Caixa; 3-Ambos; 4-Nenhum)

- | | |
|---|--|
| <p>1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> A. Risco de inflação inesperada</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> B. Risco da taxa de juros (mudança no nível geral das taxas de juros)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> C. Risco da estrutura a termo (mudança nas taxas de juros de longo prazo vs. curto prazo)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> D. Risco do PIB ou risco do ciclo econômico</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> E. Risco do preço de "commodities"</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> F. Risco da taxa de câmbio</p> <p>1 2 3 4</p> | <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> G. Risco de insolvência (probabilidade de falência)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> H. Porte (empresas pequenas sendo mais arriscadas)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> I. Índice Valor de Mercado/Valor Patrimonial (quociente do valor de mercado da empresa para o valor contábil dos ativos)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> J. "Momentum" (desempenho recente do preço das ações)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> K. Outras _____</p> |
|---|--|

Continua...

5. Que fatores afetam a escolha da sua empresa entre dívida de curto e longo prazos?

- | | |
|--|---|
| <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> A. Nós tomamos dívida de curto prazo quando as taxas de juros de curto prazo estão baixas comparadas às taxas de longo prazo</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> B. Casando o prazo da nossa dívida com a vida dos nossos ativos</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> C. Nós tomamos dívida de curto prazo enquanto esperamos as taxas de mercado de longo prazo declinarem</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> D. Nós tomamos dívida de curto prazo para que os retornos dos novos projetos possam ser capturados mais integralmente pelos acionistas, ao invés de nos comprometermos com o pagamento de lucros de longo prazo sob a forma de juros para os credores</p> | <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> E. Nós esperamos que a nossa classificação de crédito ("rating") irá melhorar, assim nós tomamos dívida de curto prazo até que isso aconteça</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> F. Tomar dívida de curto prazo reduz a chance de que nossa empresa deseje implementar projetos arriscados</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> G. Nós tomamos dívida de longo prazo para minimizar o risco de ter que refinar em "períodos ruins"</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> H. Outras _____</p> |
|--|---|

6. Qual foi, aproximadamente, o P/L (quociente Preço/Lucro por Ação) de sua empresa nos últimos 3 anos? (média - por ex.: 18) _____

7. Qual a classificação de risco ("rating") da dívida da sua empresa? Escreva NENHUMA se a empresa não é classificada. (por ex.: AA-, B+, ...) _____

8. Sua empresa considerou, seriamente, tomar dívida em países estrangeiros? Sim Não (se "Não", por favor, pule para questão 9). Se "Sim", que fatores afetam a decisão da sua empresa sobre o endividamento no exterior?

- | | |
|---|---|
| <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> A. Tratamento tributário favorável relativamente ao Brasil (por ex.: alíquotas diferentes para pessoas jurídicas)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> B. Manter as "Origens de Fundos" próximas das "Aplicações de Fundos" (na mesma moeda)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> C. Propiciar um "hedge natural" (por ex.: se a moeda estrangeira desvaloriza, não somos obrigados a pagar juros em reais)</p> | <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> D. A regulamentação estrangeira nos obriga a tomar dívida no exterior</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> E. Taxas de juro estrangeiras podem estar mais baixas que as taxas de juro domésticas</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> F. Outras _____</p> |
|---|---|

9. Sua empresa considerou seriamente emitir dívida conversível? Sim Não (se "Não", por favor, pule para questão número 10). Se "Sim", que fatores afetam a decisão da sua empresa sobre a emissão de títulos de dívida conversíveis?

- | | |
|---|---|
| <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> A. Títulos de dívidas conversíveis são uma forma barata para adiar a emissão de ações</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> B. Proteger os detentores de títulos de dívida conversíveis contra atitudes desfavoráveis por parte dos administradores ou acionistas</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> C. Títulos de dívida conversível são menos onerosos do que dívidas comuns</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> D. Outras empresas em nosso setor utilizam títulos de dívida conversíveis com sucesso</p> | <p>Pouco Muito
0 1 2 3 4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> E. Evitar diluição patrimonial no curto prazo</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> F. Nossas ações estão, atualmente, subavaliadas</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> G. Capacidade para resgatar ou forçar a conversão de títulos de dívida conversíveis se/quando nós precisarmos</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> H. Atrair investidores inseguros sobre o risco da nossa empresa</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> I. Outras _____</p> |
|---|---|

Continua...

10. Sua empresa considerou seriamente emitir ações? Sim Não (se “Não”, por favor, pule para a questão número 11). Se “Sim”, que fatores afetam a decisão da sua empresa sobre a emissão de ações?

- | Pouco | Muito | | Pouco | Muito | |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--|
| 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | |
| <input type="checkbox"/> | A. Se o preço de nossas ações aumentou recentemente, o preço no qual podemos emití-las é "alto" |
| <input type="checkbox"/> | B. Ações são a nossa fonte de fundos “menos arriscada” |
| <input type="checkbox"/> | C. Prover ações para bônus/planos de opções de ações (“Stock Options”) para empregados |
| <input type="checkbox"/> | D. Ações são nossa fonte de fundos mais barata |
| <input type="checkbox"/> | E. Manter um índice-alvo Exigível/Patrimônio Líquido |
| <input type="checkbox"/> | F. Utilizar um montante de capital próprio similar a outras empresas em nosso setor |
| <input type="checkbox"/> | G. Nossos lucros recentes não foram suficientes para financiar nossas atividades |
| <input type="checkbox"/> | H. Emitir ações dá aos investidores uma impressão melhor das perspectivas da nossa empresa do que tomar dívida |
| <input type="checkbox"/> | I. As alíquotas de imposto sobre ganhos de capital dos investidores (em relação às alíquotas de imposto sobre dividendos e/ou juros sobre capital próprio) |
| <input type="checkbox"/> | J. Diluir a participação acionária de certos acionistas |
| <input type="checkbox"/> | K. O montante pelo qual as nossas ações estão subavaliadas ou superavaliadas pelo mercado |
| <input type="checkbox"/> | L. Incapacidade de se obter fundos utilizando dívida, títulos de dívida conversíveis ou outras fontes |
| <input type="checkbox"/> | M. Diluição dos Lucros por Ação |
| <input type="checkbox"/> | N. Outras _____ |

11. Sua empresa tem um limite ou meta para o índice de endividamento?

- Nenhum limite ou meta Limite/meta flexível Limite/meta um tanto rígido Limite/meta rígido

12. Que fatores afetam como você escolhe o montante apropriado de endividamento para sua empresa?

- | Pouco | Muito | | Pouco | Muito | |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--|
| 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | |
| <input type="checkbox"/> | A. A vantagem tributária da dedutibilidade dos juros |
| <input type="checkbox"/> | B. Os custos potenciais de falência, concordata ou dificuldades financeiras |
| <input type="checkbox"/> | C. Os níveis de endividamento de outras empresas em nosso setor |
| <input type="checkbox"/> | D. Nossa classificação de crédito (“rating”, conforme atribuído pelas agências de classificação de risco) |
| <input type="checkbox"/> | E. Os custos de transação e as comissões de colocação da dívida |
| <input type="checkbox"/> | F. A tributação na pessoa física dos investidores ao receberem renda de juros |
| <input type="checkbox"/> | G. Flexibilidade financeira (nós restringimos o endividamento; assim nós temos fundos internos disponíveis para implementar novos projetos quando eles surgem) |
| <input type="checkbox"/> | H. A volatilidade dos nossos lucros e fluxos de caixa |
| <input type="checkbox"/> | I. Nós limitamos o endividamento; assim, nossos clientes/fornecedores não se preocupam com a possibilidade da nossa empresa falir |
| <input type="checkbox"/> | J. Nós tentamos ter um endividamento suficiente para que não sejamos um alvo atraente para uma aquisição (“takeover”) |
| <input type="checkbox"/> | K. Se nós nos endividarmos, nossos competidores saberão que será muito improvável que iremos reduzir nossa produção e/ou vendas |
| <input type="checkbox"/> | L. Um índice de endividamento alto nos ajuda a barganhar concessões de nossos empregados |
| <input type="checkbox"/> | M. Para assegurar que a administração superior trabalhe duramente e eficientemente, nós nos endividamos o suficiente para garantir que uma grande porção do nosso fluxo de caixa seja comprometida com o pagamento de juros. |
| <input type="checkbox"/> | N. Nós restringimos nosso endividamento de forma que os lucros de novos/futuros projetos sejam, completamente, capturados pelos acionistas e não tenham que ser pagos sob a forma de juros para os credores. |
| <input type="checkbox"/> | O. Outras _____ |

13. Que outros fatores afetam a política de endividamento da sua empresa?

- | Pouco | Muito | | Pouco | Muito | |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|---|
| 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | |
| <input type="checkbox"/> | A. Nós nos endividamos quando nossos lucros recentes (fundos internos) não são suficientes para financiar nossas atividades |
| <input type="checkbox"/> | B. Utilizar endividamento dá aos investidores uma impressão melhor das perspectivas da nossa empresa do que emitir ações |
| <input type="checkbox"/> | C. Nós nos endividamos quando as taxas de juro estão particularmente baixas |
| <input type="checkbox"/> | D. Nós utilizamos endividamento quando nossas ações estão subavaliadas pelo mercado |
| <input type="checkbox"/> | E. Nós adiamos o uso de endividamento devido aos custos de transação e comissão de colocação da dívida |
| <input type="checkbox"/> | F. Nós adiamos o resgate da dívida devido aos custos e comissões para recapitalização |
| <input type="checkbox"/> | G. Mudanças no preço de nossas ações |
| <input type="checkbox"/> | H. Nós nos endividamos quando temos lucros acumulados substanciais |
| <input type="checkbox"/> | I. Outras _____ |

Continua...

14. Qual é, aproximadamente, o quociente de dívidas de longo prazo em relação ao ativo total de sua empresa? (por ex.: 40%) _____%

15. Quais metas são importantes para sua empresa?

- | | |
|--|---|
| <input type="checkbox"/> A. Maximizar lucros (por ex.: Retorno sobre os Ativos "ROA", Retorno sobre o Patrimônio Líquido "ROE" ou Lucros por Ação) | <input type="checkbox"/> G. Otimizar capacidade de solvência |
| <input type="checkbox"/> B. Maximizar dividendos | <input type="checkbox"/> H. Maximizar a riqueza dos acionistas |
| <input type="checkbox"/> C. Maximizar crescimento sustentável (valores contábeis, vendas) | <input type="checkbox"/> I. Continuidade (sobrevivência) |
| <input type="checkbox"/> D. Posição de mercado, serviço, qualidade | <input type="checkbox"/> J. Independência e auto-suficiência |
| <input type="checkbox"/> E. Controle de custos, produtividade, eficiência | <input type="checkbox"/> K. Otimizar o ambiente de trabalho |
| <input type="checkbox"/> F. Conhecimento | <input type="checkbox"/> L. Responsabilidade social/meio ambiente |
| | <input type="checkbox"/> M. Outras _____ |

16. Quais partes interessadas ("stakeholders") são importantes para sua empresa?

- | | | |
|--|--|---|
| <input type="checkbox"/> A. Clientes | <input type="checkbox"/> D. Administração | <input type="checkbox"/> G. Fornecedores de recursos via financiamento (credores) |
| <input type="checkbox"/> B. Fornecedores de mercadorias/serviços | <input type="checkbox"/> E. O público em geral | <input type="checkbox"/> H. Outras _____ |
| <input type="checkbox"/> C. Empregados | <input type="checkbox"/> F. Acionistas | |

17. Por favor, assinale um quadrado de cada categoria que melhor descreve a sua empresa:

A. Receitas de Vendas Anuais

- Menor que R\$70 Milhões
 Entre R\$70-300 Milhões
 Entre R\$300 Milhões-1,5 Bilhões
 Entre R\$1,5-3 Bilhões
 Entre R\$3-15 Bilhões
 Maior que R\$15 Bilhões

B. Vendas ao Exterior

- 0%
 Entre 1-24%
 Entre 25-49%
 50% ou mais

C. Setor de Atividade

- Varejo e Atacado
 Mineração, Construção
 Manufatura
 Transporte/Energia
 Comunicação/Mídias
 Bancos/Finanças/Seguros
 Tecnologia (software/biotecnologia/etc.)

D. Propriedade

- Capital Aberto
 Capital Fechado

E. Paga Dividendos

- Sim
 Não

F. Serviços Regulados

- Sim
 Não

G. Se todas as opções fossem exercidas, qual percentual de ações ordinárias seria possuído pelos três executivos principais?

- Menos de 5 %
 Entre 5-10 %
 Entre 10-20 %
 Mais de 20 %

H. Escolaridade do Principal Executivo

- Graduação
 MBA, Mestrado em Administração
 Mestrado (exceto Mestrado em Administração)
 Títulos superiores a mestrado
 Outras _____

I. Idade do principal executivo

- Menos de 40 anos
 Entre 40-49 anos
 Entre 50-59 anos
 Maior ou igual a 60 anos

J. Tempo de permanência do Diretor Presidente no cargo atual

- Menos de 4 Anos
 Entre 4-9 Anos
 Mais de 9 Anos

MUITO OBRIGADO por responder ao nosso questionário!

Os resultados da pesquisa serão disponibilizados através de publicação em jornais, revistas científicas nacionais e internacionais e, também, como material de sala de aula em cursos de graduação e pós-graduação. Além disso, estarão disponíveis no website da pesquisa (<http://www.unisinos.br/pesquisa/survey2005/>). Se você desejar receber uma cópia avançada dos resultados, por favor, envie um e-mail para survey2005@real.unisinos.br.

Envie este questionário por fax ou correio para:

Prof. Paulo Renato Soares Terra
Unisinos – Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Av. Unisinos 950 – Sala 5A 303
São Leopoldo – RS – 93022-000
Tel: (51) 590 8186 – Fax: (51) 590 8447

Apêndice B: Carta de Apresentação (e-mail)

Prezado Sr <Nome do Executivo>,
Depto. Dir. Financeira e/ou Rel. Investidores

A UNISINOS - Universidade do Vale do Rio dos Sinos (RS) está conduzindo uma pesquisa detalhada sobre políticas financeiras, sem precedentes no Brasil em escala e abrangência. Essa pesquisa replica a pesquisa original realizada nos Estados Unidos e Canadá pelo FEI (*Financial Executives Institute*) e *Duke University* e na Europa pela *Erasmus University*.

Gostaríamos de contar com a sua colaboração no sentido de responder o nosso questionário on-line. Isso pode ser feito a partir de qualquer computador com acesso à Internet. Esta pesquisa não identifica nem a empresa nem o respondente. Para acessar o questionário, utilize o *link*, *Login* e *Senha* abaixo:

<http://www.unisinos.br/pesquisa/survey2005>

Login: <usuário do grupo>

Senha: <senha do grupo>

Por favor, preencha o questionário até 15 DE SETEMBRO. Se preferir, poderemos enviar uma cópia do mesmo por fax, correio ou *email* mediante solicitação para survey2005@real.unisinos.br. Sua colaboração é extremamente importante para o sucesso dessa pesquisa. Havendo quaisquer dificuldades ou o desejo de tecer comentários a respeito da pesquisa, por favor contacte-nos através de *email* ou pelo *website*.

Obrigado por disponibilizar seu tempo para responder a nossa pesquisa!

Atenciosamente,

Paulo Renato Soares Terra

terra@unisinos.br

Professor Adjunto

Cristiane Benetti

cristianeba@real.unisinos.br

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Av. Unisinos 950 - Sala 5A 401C

São Leopoldo - RS - 93022-000

Tel: (51) 590 8186 Fax: (51) 590 8447

Apêndice C: Carta de Apresentação para os Juízes

Pesquisa: Teoria e Prática de Finanças Corporativas no Brasil

Instruções de Avaliação – Diretiva aos Juízes-Avaliadores

Prezado Senhor:

Considerando seu conhecimento e experiência, pedimos a sua colaboração, no papel de um "juiz-avaliador", para ler atentamente cada um dos enunciados apresentados nas folhas anexas, e indicar sua competente e valorosa percepção quanto aos graus de CLAREZA DE LINGUAGEM, PERTINÊNCIA PRÁTICA, e a adequação do item em uma das 4 DIMENSÕES TEÓRICAS avaliadas (Orçamento de Capital, Custo de Capital, Estrutura de Capital e Governança Corporativa).

Considere CLAREZA DE LINGUAGEM como a linguagem utilizada nos itens tendo em vista que os respondentes serão executivos financeiros de grandes empresas brasileiras. O senhor acredita que os itens são suficientemente claros, portanto compreensíveis, para esta população? Em que nível?

Considere PERTINÊNCIA PRÁTICA como a relevância da questão para a realidade dos executivos financeiros das grandes empresas brasileiras. O senhor acredita que este item é pertinente para esta população? Em que nível?

Considere DIMENSÃO TEÓRICA como a adequação do item a uma das 4 dimensões teóricas que este instrumento se propõe a avaliar. O senhor acredita que este item pertence a qual dimensão? Assinale apenas aquela que MELHOR representa o item avaliado.

Utilize o campo OBSERVAÇÕES para sugerir uma nova redação ao enunciado, sugerir outra Dimensão Teórica e registrar comentários em geral.

Use, para responder as questões, as escalas abaixo:

CLAREZA DE LINGUAGEM	PERTINÊNCIA PRÁTICA	DIMENSÃO TEÓRICA
1 – Pouquíssima	1 – Pouquíssima	A – Orçamento de Capital
2 – Pouca	2 – Pouca	B – Custo de Capital
3 – Média	3 – Média	C – Estrutura de Capital
4 – Muita	4 – Muita	D – Governança Corporativa
5 – MUITÍSSIMA	5 – MUITÍSSIMA	

IMPORTANTE: para cada uma das categorias, assinale APENAS UMA alternativa.

A coordenação da pesquisa está a cargo do Prof. Paulo R. S. Terra, Doutor em Administração pela Universidade McGill. A supervisão metodológica dessa etapa está sendo conduzida pelo Prof. Marcos A. A. Balbinotti, Doutor em Psicologia pela Universidade de Montreal. Parte desta pesquisa está sendo conduzida como dissertação de mestrado da Sra. Cristiane Benetti, aluna do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos.

Características do Juiz-Avaliador (favor preencher):

Formação Acadêmica: _____

Experiência Profissional (em anos): _____

Data de Hoje: _____

ITENS PARA AVALIAÇÃO	CLAREZA DE LINGUAGEM (Pouca ↔ Muita)					PERTINÊNCIA PRÁTICA (Pouca ↔ Muita)					DIMENSÃO TEÓRICA (Vide Escala)				OBSERVAÇÕES (se necessário, utilize o verso ou folhas à parte)
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	A	B	C	D	
QUESTÕES															
1. Quão freqüentemente a sua empresa utiliza as seguintes técnicas quando decidindo quais projetos ou aquisições realizar?															
A. Valor Presente Líquido (VPL)															
B. Taxa Interna de Retorno (TIR)															
C. Taxa Mínima de Atratividade															
D. Abordagem de Múltiplos de Lucros															
E. Valor Presente Ajustado (VPA)															
F. Período de Recuperação do Capital ("Payback")															
G. Período de Recuperação do Capital Descontado ("Payback" Descontado)															
H. Índice de Lucratividade															
I. Taxa de Retorno Contábil (ou Taxa de Retorno Contábil sobre os Ativos)															
J. Análise de Sensibilidade (por ex.: "Otimista" vs. "Provável" vs. "Pessimista")															
K. Valor em Risco (VaR) ou outra Análise de Simulação															
L. Nós incorporamos a abordagem de "Opções Reais" de um projeto ao avaliá-lo															
M. Outras...															

Este foi o modelo para todas as questões, com exceção da questão 17, que era uma questão de caracterização da empresa.