

A ESTRUTURA DE CAPITAIS E SUAS QUATRO PRINCIPAIS TEORIAS: UM ESTUDO BIBLIOGRÁFICO

Felipe André Stein¹

RESUMO

Este artigo trata das quatro principais teorias acerca da estrutura de capital, a teoria da irrelevância da estrutura de capital; a teoria do *trade-off*; a teoria do *pecking order*; e a teoria de agência. O objetivo foi de realizar um estudo bibliográfico, onde se buscou resumir cada uma das teorias, sendo apresentados os aspectos teóricos e empíricos. O propósito do mesmo é de entender essas teorias para o desenvolvimento de futuros estudos na área. O estudo se caracteriza como sendo uma pesquisa exploratória, que se deu através de um levantamento bibliográfico em livros e artigos científicos dos autores precursores das teorias ou relevantes em seus estudos à teoria. Acredita-se que os objetivos propostos foram alcançados e se entende que o atual estudo se limita ao fato de que a literatura sobre a estrutura de capital seja gigantesca e apresente somente o resumo de parte dessa teoria.

Palavras-chave: Estrutura de capital. Irrelevância da estrutura de capital. Teoria do *trade-off*. Teoria do *pecking order*. Teoria de agência. Estudo bibliográfico.

ABSTRACT

This article discusses the four main theories of capital structure, the theory of irrelevance of capital structure, the trade-off theory, pecking order theory and the agency theory. The objective was to perform a bibliographic review, which sought to summarize each of the theories and presented the theoretical and empirical aspects. The purpose of it is to understand these theories to the development of future studies in the area. The study is characterized as an exploratory research, which was through a bibliography of books and scientific articles of the precursor's authors or relevant to the theory in their studies. It is believed that the goals were achieved and it is understood that the current study is limited to the fact that the literature on capital structure is huge and presents only the summary part of this theory.

Keywords: Capital structure. Irrelevance of capital structure. Trade-off theory. Pecking order theory. Agency theory. Bibliographical study.

1 INTRODUÇÃO

As últimas décadas foram um marco na economia brasileira e mundial, diversos países abriram seus mercados sendo esse um fator importante para o grande crescimento do comércio internacional. Esse fato trouxe inúmeros ganhos às empresas através da possibilidade de exportar seus produtos para outros países, mas por outro lado as obrigou a se tornarem mais eficientes e eficazes em suas operações, pois com a abertura dos mercados a concorrência também é ampliada. Para alcançar a eficiência e eficácia nas operações, as empresas recorrem a diversas estratégias para se tornarem ou continuarem competitivas. Uma delas é ajustar sua estrutura de capitais com a finalidade de obter o

¹ Mestrando em Ciências Contábeis Formação Específica Finanças – UNISINOS. Contato: lipe_stein@hotmail.com

maior benefício possível. Os benefícios fiscais obtidos através do endividamento é um exemplo, pois os juros pagos das dívidas são dedutíveis do imposto de renda das empresas sendo assim, possível reduzir o pagamento de tributos ao governo.

Compreender como as empresas financiam seus investimentos e quais os fatores determinantes para isso, conforme VALLANDRO, ZANI e SCHONERWALD (2010), têm gerado divergências e oportunizado o surgimento de novas teorias acerca do tema. Este artigo apresenta as quatro principais teorias das finanças modernas, são elas; a teoria da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller; a teoria do *trade-off*; a teoria do *pecking order*; e a teoria de agência.

A forma como as empresas financiam seus ativos é o que determina sua estrutura de capital, ou seja, a proporção de capital próprio e de terceiros. Esse tema causa diversas discussões, pois não existe nenhuma fórmula que calcule algum valor exato de capital próprio e de terceiros para a maximização do valor da empresa. Em 1958, Modigliani e Miller (MM) fizeram uma grande contribuição às finanças, eles examinaram a existência de uma estrutura ótima de capital. Para tanto, MM basearam suas conclusões com base em três pressupostos, (proposição I) um ambiente livre de impostos, de custos de transação e da possibilidade de inadimplência. Assim, MM concluíram que o valor da empresa não era afetado pela escolha da estrutura de capital. Na proposição II de MM, onde são considerados os impostos, o valor da empresa também não é alterado, pois o ganho com o endividamento é compensado com o aumento do custo do capital próprio, devido ao risco que o endividamento representa sobre o capital próprio.

O objetivo deste estudo é abordar as quatro principais teorias das finanças, anteriormente citadas. A abordagem será teórica, ou seja, busca-se realizar um levantamento bibliográfico sobre esses temas e também identificar alguns aspectos das teorias através de estudos empíricos realizados por alguns autores.

O presente estudo tem a finalidade de entender quatro importantes temas das finanças modernas, para a realização de estudos de forma mais profunda futuramente. Entende-se que o conteúdo apresentado possa prover ao leitor e ao autor um básico conhecimento sobre essas amplas teorias.

Este artigo se inicia apresentando o tema estrutura de capital e as teorias que tentam explicar sua composição. Inicia-se com a Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller, segue-se com a Teoria do *Static Trade-off*, a Teoria do *Pecking Order* e finaliza-se com a Teoria de Agência. Logo após é apresentada a metodologia utilizada e por fim são apresentados aspectos empíricos das teorias.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura de Capitais

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

Ross (2010) relata que existem muitas alternativas de estruturas de capital, pode-se usar grande quantidade de capital de terceiros, emitir ações preferenciais, *warrants*, obrigações conversíveis, *caps* e *collars* entre outros, esse grande número de instrumentos possibilita infinitas variações da estrutura de capital. O objetivo de escolher a melhor estrutura de capital é aumentar o valor da empresa.

Por outro lado, Modigliani e Miller apud Ross (2010, p. 322) “apresentam um argumento convincente..., o valor da empresa é sempre o mesmo, qualquer que seja sua estrutura de capital.” Segundo Ross (2010, p. 330), o motivo dessa proposição é que “à medida que a proporção de capital de terceiros aumenta, o capital remanescente torna-se mais arriscado.”

Existem várias teorias que tentam explicar a estrutura de capital das empresas, mas, conforme Myers (2003, p. 217), essas teorias são todas condicionais, e explica melhor salientando, conforme texto extraído do livro:

As teorias diferem em sua ênfase relativa sobre os fatores que podem afetar a escolha entre dívida e capital. Esses fatores incluem custos de agência, os impostos, as diferenças de informações, e os efeitos das imperfeições do mercado ou restrição institucional ou regulamentar. Cada fator pode ser dominante para algumas empresas ou em algumas circunstâncias, ainda sem importância em outros lugares.

As teorias podem fazer sentido quando considerados alguns fatores, mas dificilmente se chegará a um consenso na tentativa de escolher a estrutura ótima se considerado todos os fatores. Ainda, conforme Myers (2003), existem quatro principais teorias da estrutura de capital, são elas:

- A Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital: onde o valor da empresa e as decisões de investimentos independem do financiamento;
- A Teoria do *Static Trade-off*: onde as empresas escolhem um endividamento “alvo” ponderando os benefícios da dívida contra os custos de dificuldade financeira e de falência;

- A Teoria do *Pecking Order*: onde, quando necessário o endividamento, dá-se a preferência pelas fontes internas (lucros retidos) primeiramente e em último caso fontes externas; e por fim,
- A Teoria de Agência: que é a diferença entre os interesses dos administradores e dos acionistas.

São inúmeras as pesquisas empíricas que consideram essas teorias, a seguir são explicadas mais profundamente essas teorias.

2.1.1 Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital

Modigliani e Miller (MM) são os precursores dessa teoria, conforme Myers (2003, p. 218) “o financiamento não importa em um mercado perfeito”. O valor de mercado da empresa é inalterado pela proporção entre a dívida e o capital próprio, ou seja, o valor da empresa é sempre o mesmo, sendo assim não se pode dizer que uma estrutura de capital é melhor ou pior que outra. Para tanto, MM elaboraram algumas premissas que permitiam tais afirmações, essas premissas foram considerados em duas proposições, a proposição I e a proposição II.

A proposição I, conforme Damodaran (2004, p. 455), se baseia em um ambiente livre de impostos, de custos de transação e da possibilidade de inadimplência. Brealey e Myers (2005, p. 99) explicam que a proposição I permite às empresas “a separação completa das decisões de investimento e de financiamento. Isso significa que qualquer empresa pode avaliar projetos de investimento sem se preocupar com a origem do dinheiro.”

Segundo Damodaran (2004), com essas premissas é possível atuar em ambiente livre dos custos de agência e das incertezas a respeito das necessidades futuras de financiamento, fazendo assim, com que a dívida não traga benefícios nem custos à empresa. Neste ambiente, torna-se irrelevante a escolha da proporção entre capital próprio e dívida na escolha da estrutura de capital.

Na proposição II, MM adicionaram o benefício tributário com a dívida às premissas da proposição I. Nesse ambiente, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2010), o valor da empresa também não é alterado, pois o ganho com o endividamento é compensado com o aumento do custo do capital próprio, devido ao risco que o endividamento representa sobre o capital próprio.

Para melhor entender essas proposições Ross, Westerfield e Jaffe (2010) utilizam a teoria da pizza, onde o valor total da empresa é definido pelo montante de dívida somado ao montante de capital próprio existentes na empresa, sendo assim, irrelevante o tamanho de cada parte, pois a soma das

duas partes é igual ao valor total da empresa. Por outro lado, Grinblatt e Titman (2005), afirmam que os acionistas não estão interessados no tamanho total da pizza, mas sim em como ela é dividida.

Myers (2003) complementa afirmando que, o valor da pizza depende sim de como ela é dividida, pois há pessoas dispostas a adquirir somente partes da pizza e não toda ela. Nesse exemplo, a pizza significa os ativos, o fluxo de caixa e as oportunidades de crescimento de uma empresa, e suas fatias são os possíveis *mixes* que seriam formados representando a estrutura de capital. O mesmo autor complementa ainda que, se as táticas de financiamento não adicionassem valor, então não haveria incentivos para a busca de uma estrutura perfeita.

Myers (2003, p. 220) salienta ainda, conforme trecho extraído do livro que:

O apoio à proposição deve, no final, vir do lado da oferta. O fato fundamental de apoio à MM é que o custo da oferta é muito pequeno em relação ao valor de mercado da empresa.... Assim, o fornecimento de dívida se ajusta até o valor adicionado ao investidor marginal ser essencialmente zero.

Sendo assim, todas as empresas teriam igual disponibilidade de capital, e o custo de capital não dependeria do financiamento e sim no risco do setor.

2.1.2 Teoria do *Static Trade-off*

Conforme Matias (2007, p.120), a teoria do "*static trade-off* afirma que as empresa devem buscar um estrutura de capital ótima que maximize os benefícios e minimize os custos do endividamento." Com o uso do endividamento acontecem dois efeitos opostos, o benefício fiscal, dado pela dedutibilidade fiscal dos juros pagos, e por outro lado, aumentam os custos de dificuldades financeiras.

Conforme Myers (2003), a teoria do *static trade-off* prediz a determinação de um endividamento alvo, que depende do valor dos juros pagos e das conseqüências de dificuldades financeiras. Brealey e Myers (2006, p. 340) complementam afirmando que "o ponto ótimo teórico é alcançado quando o valor presente da economia fiscal que se deve a empréstimos adicionais é exatamente compensado pelos aumentos no valor presente dos custos de dificuldades financeiras." Ainda, conforme os mesmos autores, o índice de endividamento alvo pode variar de empresa para empresa, pois de acordo com Myers (2003, p.230 e 231), "empresas grandes e seguras, com ativos tangíveis tendem a se endividar mais do que pequenas empresas com ativos de risco na maior parte intangíveis." Afirma ainda que, "as

empresas com alta rentabilidade e oportunidades de crescimento valiosas tendem a se endividar menos." É interessante esse entendimento, mas como quantificar isso? Myers (2003) afirma que é possível quantificar o benefício fiscal com o valor dos juros pagos, mas, conforme Myers (2003, p.232), "A teoria não especifica a probabilidade de dificuldades financeiras em função da alavancagem, e não quantifica os custos de dificuldades financeiras, exceto dizer que estes custos são importantes."

Ross, Westerfield e Jaffe (2010) afirmam que as dificuldades financeiras acontecem por causa da pressão que o capital de terceiros exerce sobre a empresa, pois o endividamento exige o pagamento de juros e também do principal. Se esses pagamentos não ocorrerem, a empresa pode entrar em dificuldades financeiras, sendo o extremo, a falência, que acontece pela impossibilidade do pagamento da dívida onde todos os ativos são passados legalmente dos acionistas para os credores. Myers (2003, p.226) deixa bem claro que os custos de dificuldades financeiras "São incorridos quando a ameaça ou ocorrência de inadimplência reduz o valor de mercado dos ativos da empresa, operações ou oportunidades de crescimento."

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2010), existem dois tipos de custos de dificuldades financeiras, os custos diretos e os indiretos. Os diretos envolvem basicamente custos legais e administrativos. Damodaran (2004, p. 447) diz que "o custo direto de falência é o custo no qual ela incorre em termos de fluxos de saída de caixa no momento da falência." Grinblatt e Titman (2005) complementam argumentando que existem "sem-número" de custos de diretamente ligados à falência, sendo eles despesa legal, tempo desperdiçado com o processo de falência, custos do tribunal e despesas com consultorias especializadas.

Por outro lado, existem os custos indiretos, que são mais difíceis de identificar. Damodaran (2004) apresenta o primeiro custo como sendo a perda em receitas brutas, que pode ser entendido pelos clientes como uma ameaça de falência, que por conseqüência se agrava na medida em que a empresa perde a confiança dos mesmos. Outro custo indireto associado à falência são os custos de agência, Grinblatt e Titman (2005, p. 471) esclarecem que "os incentivos dos portadores de ações para maximizar o valor de suas ações ao são necessariamente consistentes com os incentivos de maximizar o valor total da dívida e das ações da empresa." Quanto maior for o índice de endividamento, maior será a chance de ocorrer esse tipo de conflito. Serão mais partes interessadas e com interesses distintos, podendo uma das partes agir por interesse próprio. Myers (2003, p. 226) complementa, "Custos indiretos de dificuldades financeiras são na sua maioria atribuídos aos custos gerados pelos

conflitos de agência entre credores e acionistas. Se há uma chance de inadimplência, os acionistas podem ganhar à custa dos credores.”

Por causa desses conflitos de interesses, os acionistas buscam adotar estratégias egoístas que atenta a prejudicar os credores com a finalidade se beneficiar. Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 347) apresentam três estratégias, a primeira, o incentivo a assumir riscos elevados, que acontece quando os acionistas selecionam projetos de alto risco; a segunda estratégia é o incentivo ao subinvestimento, quando acionistas realizam projetos com valor presente líquido negativo; e a terceira, o esvaziamento de propriedade, que acontece quando acionistas decidem por pagar dividendos extraordinários ou fazer distribuições em situações de dificuldade. Todas essas estratégias são prejudiciais a empresa, pois podem dificultar a obtenção de capital e também diminuir o valor da empresa.

Por outro lado, os credores podem se proteger ou evitar tais situações através de acordos, esses acordos são conhecidos como cláusulas protetoras. As cláusulas, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 350), são incorporadas ao contrato de empréstimo e são assinadas por ambas as partes, os acionistas e os credores. Seu objetivo é “reduzir os custos de falência, elevando em última instância o valor da empresa.” As cláusulas protetoras, entretanto, reduzem a flexibilidade da empresa, mas podem ser a ferramenta mais barata para o conflito de agência.

Myers (2003, p. 228) faz uma importante contribuição no trecho a seguir, “O reconhecimento das implicações de potenciais conflitos entre credores e acionistas foi uma importante contribuição para a teoria de trade-off. Os conflitos de interesses significam que a mera ameaça de inadimplência pode gerar custos de agência.”

O mesmo autor complementa ainda que, os custos de agência explicam porque empresas em crescimento e com projetos de valor presente líquido positivo utilizam mais o capital próprio para realizar os projetos, pois elas têm mais e perder e por isso evitam a dívida e os conseqüentes conflitos de agência.

2.1.3 Teoria do *Pecking Order*

A teoria do *pecking order*, segundo Matias (2007), prevê uma hierarquia nas fontes de financiamento das empresas, devido ao fato da existência de assimetria informacional entre os gestores (*insiders*) e o mercado. Essa hierarquia é fixada para não haver prejuízos pela assimetria informacional à empresa. Primeiramente, é dada a preferência às fontes internas (lucros acumulados,

diminuição da distribuição de dividendos, entre outros) e finaliza com a emissão de ações, que seria o ponto em que haveria prejuízos com a informação assimétrica, pois as ações emitidas seriam subavaliadas pelo mercado.

A informação assimétrica, segundo Brealey e Myers (2006, p. 349) acontece quando “administradores sabem mais sobre as perspectivas, riscos e valores de suas empresas do que os investidores externos.” Assegura ainda, afirmando que a assimetria informacional é um fato que pode ser comprovado quando se observa as variações dos preços das ações no mercado de capitais quando há algum anúncio de algum administrador. Brealey e Myers (2006) trazem o exemplo do anúncio de um aumento de um dividendo regular, conseqüentemente o preço das ações sobe, ou seja, esse fato transfere informações dos *insiders* para os investidores. Isso só é possível porque os administradores tinham essa informação antes do mercado, e até o momento do anúncio, esse fato se caracterizava como uma assimetria de informação entre os administradores e o mercado.

A teoria do *pecking order*, segundo Myers (2003, p. 235),

Explica por que a maior parte do financiamento externo provém de dívida. Ela também explica por que as empresas mais lucrativas são menos endividadas... porque as empresas têm financiamentos internos mais rentáveis disponíveis. Empresas menos rentáveis necessitam de mais financiamento externo e, conseqüentemente, acumular mais dívidas.

Conforme Medeiros e Daher (2008), a teoria da hierarquia de fontes do *pecking order* se deve à assimetria de informações, pois se houvesse uma nova emissão de ações, os atuais acionistas seriam prejudicados pela subavaliação dos ativos por parte do mercado. Os novos acionistas se beneficiariam, por estarem adquirindo ações com preços subavaliados. Haveria, assim, uma transferência de valor entre os atuais acionistas e os novos, na qual, os primeiros sairiam prejudicados.

Esse fato é o que faz com as empresas busquem fontes internas de financiamento, (fontes internas para Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 311), “provém do fluxo de caixa gerado pelas operações, é definido por lucro líquido mais depreciação menos dividendos”), antes das externas (conforme os mesmos autores, “é representado pelo valor líquido do capital novo de terceiros mais o valor líquido do capital novo de terceiros mais o valor das emissões de novas ações menos recompras de ações”).

Brealey e Myers (2006), afirmam que existem situações em que é preferível realizar a emissão de novas ações, empresas com altos índices de endividamento, onde a emissão de dívida seria mais custosa do que a emissão de ações por causa do maior risco e conseqüente alta taxa de juros. ROSS,

WESTERFIELD e JAFFE (2010) explicam que há dois fatores que poderiam explicar a hierarquia de fontes, o primeiro, o financiamento externo é muito caro, devido às comissões pagas aos bancos de investimento, e segunda, a dificuldade dos acionistas de avaliar as novas ações devido à assimetria informacional.

O *pecking order*, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2010), possui pelo menos duas implicações, a folga financeira e a opção de não ter um endividamento alvo. A folga financeira prediz que as empresas irão acumular caixa para períodos difíceis. Brealey e Myers (2006, p. 353) complementam afirmando que “ter folga financeira significa ter caixa, títulos negociáveis, ativos reais prontamente vendáveis e pronto acesso aos mercados de dívida ou ao financiamento bancário.” Mas, conforme os mesmos autores, a folga financeira pode ter um efeito negativo, piorar os problemas de agência, pois um excesso de caixa poderia encorajar os gerentes a alocar recursos em demasia à projetos já maduros, ou ainda diminuir os dividendos aos acionistas para aumentar ainda mais o caixa. A segunda implicação, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 365), é que a “teoria da hierarquia das fontes não conduz a um quociente desejado e bem definido entre capital de terceiros e capital próprio.”

Os mesmos autores complementam ainda argumentando que não há fórmula que apóie os fatores e as implicações que o *pecking order* apresenta, tornam-no abstrato, por isso as empresas se baseiam em médias setoriais na tomada de decisões financeiras.

2.1.4 Teoria de agência

A teoria de agência, previamente vista na teoria do *static trade-off*, explica os conflitos de interesse entre os acionistas (o agente) e os credores (o principal). Para melhor explicar a teoria de agência, inicia-se explicando como se dá a relação entre os agentes envolvidos na teoria, conforme trecho do artigo de Jensen e Meckling (1976, p.5), "Nós definimos uma relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o principal (s)) envolvem outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu nome, que envolve delegar alguma competência de tomada de decisão ao agente."

Nessa relação entre o(s) gerente(s) e o(s) proprietário(s) pode haver uma diferença entre os interesses das partes. O(s) gerente(s) pode(m) agir de acordo com seus próprios interesses, segundo Myers (2003), buscando salários acima do valor da categoria, gratificações ou até mesmo desvios de recursos.

Para evitar tais problemas o(s) proprietário(s) pode(m) implementar uma série mecanismos de monitoramento e controle da gestão, mas para isso necessita despender recursos financeiros, gerando os custos de agência. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2010), os custos de agência derivam dos conflitos entre gestores e proprietários e Matias (2007, p. 121) afirma que “os custos de agência podem ser considerados custos com os quais a organização deve incorrer para evitar que os gestores priorizem seus interesses em detrimento dos interesses dos proprietários.”

Jensen e Meckling (1976, p.6) definem como parte dos custos de agência “(1) as despesas de monitoramento pelo proprietário, (2) as despesas do vínculo entre o agente e o proprietário, e (3) a perda residual.” As despesas de monitoramento são custos de incentivos aos agentes e somados aos custos para limitar as atividades do(s) mesmo(s). O segundo custo decorre dos dispendios que o(s) proprietário(s) realizará para que o(s) agente(s) tome decisões em seu favor. O último custo deriva da diferença entre as decisões dos proprietários e as decisões tomadas pelo(s) agente(s).

Os custos de agência, segundo Jensen e Meckling (1976, p.6), “surtem em qualquer situação que envolva esforço cooperativo por duas ou mais pessoas, mesmo que não haja clara relação entre agente-principal.” Sendo assim, é clara a importância dessa teoria na definição da estrutura de capital.

Os mesmos autores identificaram dois tipos de custos de agência, o primeiro está relacionado com as diferenças entre os interesses dos acionistas e dos gestores. O segundo envolve os conflitos entre os credores e os acionistas. De acordo com Harris e Raviv (1991, p.300), os conflitos entre os interesses de acionistas e gestores ocorre porque os “gestores detêm menos de 100% do crédito residual.” Sendo assim, eles não recebem todos os lucros que proporcionaram à empresa e por isso buscam outras formas de se beneficiarem (salários acima da média, gratificações, etc.).

Harris e Raviv (1991) apontam que existem dois meios para diminuir os conflitos de interesse entre acionistas e gestores, tornando os gestores sócios da empresa ou aumentar o nível de endividamento. A participação acionária dos gestores pode reduzir os conflitos, pois desse modo, o gerente seria recompensado de acordo com seu desempenho e perderia o papel de agente do principal. O segundo meio, aumentar o nível de endividamento, apresentado por Jensen (1986), tem a finalidade diminuir os recursos disponíveis aos agentes para evitar possíveis desperdícios de recursos. Jensen (1986) explica que o fluxo de caixa livre é a quantia além da necessária, descontada ao custo de capital, para financiar todos os projetos que têm valor presente líquido positivo.

Jensen (1986) argumenta que comprometendo o fluxo de caixa livre com o pagamento de juros da dívida e de dividendos, os gerentes não terão a oportunidade de investir em projetos com valor

presente líquido negativo nem desperdiçar recursos em mordomias. Por outro lado, o pagamento de dividendos futuramente pode ser prejudicial à empresa, pois se for necessária a diminuição dos mesmos o mercado de capitais irá reduzir o valor das ações, trazendo prejuízos aos acionistas. Desse modo, o melhor substituto dos dividendos na hipótese do fluxo de caixa livre é o endividamento. A promessa de pagar os juros e o montante da dívida pode ser uma ameaça à empresa, reconhecendo isso, a mesma pode se favorecer usando-o como uma força motivacional para uma maior eficiência da organização. Além disso, o endividamento proporciona o benefício fiscal com a dedutibilidade dos juros na declaração do imposto de renda da empresa. Ross, Westerfield e Jaffe (2010), resumem a hipótese do fluxo de caixa livre ao uso de capital de terceiros como um meio para que os administradores não desperdicem recursos.

O segundo tipo de custo de agência identificado por Jensen e Meckling (1976) envolve os conflitos entre os credores e os acionistas. Esse tipo de conflito, conforme Harris e Raviv (1991), acontece porque os acionistas têm um incentivo a realizar investimentos arriscados ou até mesmo subinvestimentos. Nessas situações, se houver lucro, os beneficiários são os acionistas e se prejuízo, devido à responsabilidade limitada, os “beneficiários” são os credores. Esse tipo de empréstimo é baseado na confiança que o credor tem na gestão da empresa, quanto menor a confiança maior será a taxa de juros cobrada pelo credor.

Myers (2003, p.240), complementa dizendo que “se os custos de agência forem levados a sério, então as teorias do *trade-off* e *pecking order* parecem ingênuas. As duas assumem que os gerentes agem unicamente de acordo com os interesses dos acionistas da empresa.”

Considerando todos os custos acima descritos Jensen e Meckling (1976) afirmam que para uma estrutura ótima de capital é necessário ponderar os custos de agência com o benefício obtido com o endividamento.

3. CONSIDERAÇÕES METODOLÓGICAS

3.1 Delineamento

Conforme Malhotra (2001) o termo pesquisa conota estudo paciente e investigação científica. O pesquisador deve ser objetivo e imparcial e suas idéias não devem interferir no rumo da pesquisa, do contrário sua pesquisa pode estar com o valor comprometido.

Malhotra (2001, p. 105) se refere a tipo de pesquisa como “a concepção da pesquisa é uma estrutura ou planta para a realização do projeto de pesquisa. Ela detalha os procedimentos necessários à obtenção das informações para estruturar ou resolver o problema de pesquisa”.

A pesquisa é necessária, segundo Gil (2006, p. 17) “quando não se dispõe de informação suficiente para responder ao problema, ou então quando a informação disponível se encontra em tal estado de desordem que não se possa ser adequadamente relacionada ao problema.” Portanto, esta pesquisa se trata de um levantamento bibliográfico, onde buscou o entendimento e das teorias da Irrelevância da Estrutura de Capital, do *Trade-off*, da *Pecking Order* e também da Teoria de Agência.

3.2 Classificação da Pesquisa

a) Quanto ao método

O método adotado no presente estudo foi o método dedutivo. Conforme cita Barros (2000, p. 63), “a dedução consiste em um recurso metodológico em que racionalização ou combinação de idéias em sentido interpretativo vale mais que a experimentação de caso por caso”. Simplificando, pode-se dizer que é o raciocínio que caminha do geral para o particular. O método dedutivo tem o propósito de explicitar o conteúdo das premissas. Nesse sentido, o propósito deste trabalho é entender as quatro principais teorias de finanças.

b) Quanto à estratégia de pesquisa

Segundo Mattar (1999) a pesquisa exploratória visa prover o pesquisador de um maior conhecimento sobre o tema ou problema de pesquisa em perspectiva. Por isso, é apropriada para os primeiros estágios da investigação quando a familiaridade, o conhecimento e a compreensão do fenômeno por parte do pesquisador são geralmente insuficientes ou inexistentes.

Gil (2006, p.41) complementa afirmando que “estas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições. Seu planejamento é, portanto, bastante flexível, de modo que possibilite a consideração dos mais variados aspectos relativos ao fato estudado.”

c) Quanto aos procedimentos metodológicos

De acordo com Lakatos e Marconi (1999), a pesquisa bibliográfica abrange toda a bibliografia tornada pública em relação ao tema de estudo, e seu objetivo é deixar o pesquisador em contato direto com o que foi escrito, dito ou filmado sobre o assunto. São informações que já foram coletados, tabulados, ordenados e, às vezes, até analisados com propósitos outros ao de atender às necessidades da pesquisa em andamento, e que estão catalogados à disposição dos interessados.

A pesquisa bibliográfica, segundo Gil (2006, p.44), “desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos.” A principal vantagem é que se pode pesquisar grande quantidade de material sem precisar realizar uma pesquisa a campo. Mas, em contrapartida, pode-se comprometer o estudo se as fontes não forem confiáveis. Gil (2006, p. 45) afirma que para não comprometer o estudo “convém aos pesquisadores assegurarem-se das condições em que os dados foram obtidos, analisar em profundidade cada informação para descobrir possíveis incoerências ou contradições...”

Neste estudo, a pesquisa bibliográfica se deu através de pesquisa em artigos e livros nacionais e internacionais, onde se buscou os autores mais relevantes e ou precursores da teoria em questão.

d) Dados secundários

Mattar (1999, p. 135) conceitua os dados secundários como “aqueles que já foram coletados, tabulados, ordenados ou analisados, com propósitos outros ao de atender às necessidades da pesquisa em andamento e que estão catalogados à disposição dos interessados”.

Na opinião de Aaker (2004), os dados secundários são meios mais baratos e de fácil acesso às informações, e envolvem muito menos tempo em comparação à pesquisa primária, mas os pesquisadores precisam localizar e utilizar os dados que são relevantes ao seu trabalho devido ao grande número de informações que essa pesquisa envolve.

Os dados secundários analisados neste presente estudo foram obtidos através de levantamento bibliográfico. Foram pesquisados livros e artigos científicos.

4 DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA

Apresentam-se a seguir, os aspectos empíricos encontrados nas pesquisas de alguns autores sobre as quatro principais teorias tratadas neste estudo. Inicia-se com a Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller, segue-se com a Teoria do *Static Trade-off*, a Teoria do *Pecking Order* e finaliza-se com a Teoria de Agência.

4.1 Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital

Na teoria da irrelevância da estrutura de capital, Modigliani e Miller afirmam que a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante, pois o valor da empresa independe de como são financiados os ativos. Sendo assim, o valor da empresa estaria relacionado ao risco de mercado, ou seja, ao retorno esperado dos projetos que a empresa executa.

Existem vários autores que se contrapõe a essa ideia, Myers (2003, p.221) afirma que se assim fosse “todas as empresas teriam igual acesso ao capital.” O mesmo autor complementa ainda afirmando que o trabalho de MM é uma referência e não um resultado final, pois ainda há muito a ser estudado.

A teoria de MM considera um mercado perfeito e como Brealey e Myers (2005, p.114) escrevem, “nós acreditamos que o mercado de capitais geralmente funciona bem, mas eles não são 100% perfeitos o tempo todo. Assim sendo, MM devem estar errados em algumas horas em alguns lugares.”

Damodaran (2004, p.457) afirma que “é improvável que a estrutura de capital seja irrelevante no mundo real, levando-se em consideração as preferências tributárias por dívida e a existência do risco de inadimplência.” Existem testes empíricos que provam a importância da estrutura de capitais. O estudo de Barclay, Smith e Watts (1995) apud Damodaran (2004, p. 459) explicam “que o determinante mais importante do índice de endividamento de uma empresa são suas oportunidades de investimento.” Para investir em novos projetos precisa-se de capital, e esse capital poderá ser financiado pelos seus ativos, capital de terceiros ou um mix entre os dois. Quanto maiores as oportunidades de investimento maior a necessidade por capital.

Grinblatt e Titman (2005, p. 428) não concordam com os pressupostos das proposições de MM, afirmam que “o pressuposto mais obviamente fora da realidade é o de não haver impostos.” Citam ainda como exemplo o artigo de Graham e Harvey (2001), que apresenta um estudo entre 392 diretores financeiros dentre os quais “45% dos pesquisados concordam em que as considerações fiscais tiveram um papel importante ou muito importante em suas escolhas de estrutura de capital.”

Entretanto, conforme Myers (2003, p.221), “identificando um fato ou fator que afeta algumas decisões de financiamento não prova que a teoria de irrelevância da estrutura de capital de MM esteja errada.” Complementa ainda dizendo que “comparado com investimentos reais e decisões

operacionais, a maioria das decisões de financiamento tem somente efeitos de segunda ordem sobre o valor da empresa.”

Existem diversos argumentos contrários e outros mais a favor da teoria em questão, o fato é que devemos entendê-la e se possível realizar estudos a fim de proporcionar avanços nas teorias das finanças.

4.2 Teoria do *Static Trade-off*

A teoria do *Static Trade-off* se baseia em um endividamento alvo, definido depois de ponderado os benefícios fiscais que o endividamento proporciona com os custos de dificuldades financeiras e de falência.

Existem estudos que comparam o índice de endividamento com os impostos, Damodaran (2004, p.445) apresenta o estudo de Mackie-Mason (1990), onde os mesmos “concluíram que empresas com alíquotas de impostos marginais mais altas tinham mais chance de emitir dívida do que empresas com alíquotas de impostos marginais mais baixas.” Em outro estudo, Graham (1996) “concluiu que empresas com alíquotas de impostos mais altas tinham índices de endividamento mais altos.”

Um índice de endividamento mais alto proporciona, além do benefício fiscal, a disciplina aos gerentes. Segundo Jensen (1976), um maior comprometimento do fluxo de caixa da empresa com o pagamento de juros e principal, exige dos gerentes maior eficiência e minimiza as chances de maus investimentos ou mordomias por parte dos gerentes.

Por outro lado, deve-se prestar atenção nos custos da dívida, em particular a probabilidade de falência. A probabilidade de falência, segundo Damodaran (2004, p.447), “representa a possibilidade de que os fluxos de caixa de uma empresa sejam insuficientes para atender aos seus compromissos de dívida.” E para complicar ainda mais, o custo de falência não é de fácil quantificação. Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p.346), apresentam estudos que tentam estimar os custos de falência, White (1983), Altman (1984) e Weiss (1990) “estimaram que os custos diretos de dificuldades financeiras representam aproximadamente 3% do valor de mercado da empresa.” Em outro estudo, apresentado por Damodaran (2004, p.447), “Warner (1997) estimou os custos legais e administrativos de 11 ferrovias como sendo, em média, 5,3% do valor dos ativos no momento da falência.” Acrescenta ainda, que foram necessários “em média, 13 anos, antes que as ferrovias se livrassem dos juizados de falência, para dar início as operações normais de novo.”

Esses custos podem não parecer tão representativos, percentualmente, mas se somados aos custos indiretos de falência tornam-se representativos. Segundo Altman (1984) apud Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p.347) “os custos diretos e indiretos de dificuldades financeiras são freqüentemente superiores a 20% do valor da empresa.”

Sendo assim, segundo Brealey e Myers (2005, p.141), “não pense apenas na probabilidade de que o empréstimo trará problemas. Pense também no valor que pode ser perdido se surgir o problema.”

4.3 Teoria do *Pecking Order*

A teoria do *pecking order* prevê uma ordem nas fontes de financiamento, iniciando pelas menos custosas, que seria o financiamento interno, até as mais custosas, que seria a emissão de ações. Myers (2003, p.218) diz que no *pecking order* “o financiamento se adapta para reduzir problemas criados pelas diferenças de informações entre *insiders* (gerentes) e investidores externos.”

Myers (2003) apresenta uma série de limitações que a teoria apresenta, por exemplo, ela assume que os gerentes agem de acordo com a vontade dos acionistas, excluindo a possibilidade de haver conflitos de interesses entre os mesmos. E ela não mostra o motivo pelo qual os gerentes devem agir pelo aumento do valor da empresa, favorecendo os acionistas. Outra limitação apresentada por (2003, p.236) afirma que “a teoria do *pecking order* não consegue explicar porque táticas de financiamento não são criadas para evitar as conseqüências financeiras da superioridade das informações dos gerentes.”

4.4 Teoria de agência

A teoria de agência reconhece que quando há duas ou mais partes envolvidas nas empresas, pode haver um conflito de interesses. Uma das partes pode agir de acordo com seus interesses, buscando se favorecer às custas da empresa. Esse tipo de conflito pode acontecer entre gerentes e acionistas e também entre credores e acionistas. Segundo Jensen e Meckling (1976) esses conflitos geram custos à empresa, minimizando seu valor em muitos casos. Os mesmos autores argumentam que os gerentes procuram se beneficiar, buscando gratificações, melhores salários, etc.

No estudo de Jensen e Meckling (1976), é defendida a ideia de que as empresas (acionistas) se beneficiam da teoria do *pecking order* para diminuir os custos de agência, favorecendo fontes internas às externas. Neste contexto, pode-se pensar que em algumas situações as empresas deixam

de realizar projetos com valor presente líquido, se não houver fonte interna suficiente, para evitar possíveis custos de agência com as fontes externas (onde são envolvidos credores).

O dilema que envolve a teoria de agência, segundo Jensen (1986, p.323) “é como motivar que os gerentes desistam de obter benefícios próprios ao invés de investir abaixo do custo de capital ou desperdiçar recursos com ineficiências organizacionais.”

Segundo Myers (2003), os custos de agência podem ser reduzidos através do endividamento. Jensen (1986) elaborou a teoria do fluxo de caixa livre que busca o nível de endividamento ótimo, onde somente resta caixa para financiar projetos com valor presente líquido positivo. Para isso, esse nível de endividamento é ajustado frequentemente.

Quando o caixa é comprometido com a obrigação do pagamento de juros e do principal os gerentes têm menos oportunidades de agir em benefício próprio, sendo assim, essa é uma forma eficiente de monitorar os gerentes.

Por outro lado, Myers (2003, p.243) afirma que “a teoria do fluxo de caixa livre não proporciona um modelo de principal-agente sobre os incentivos e ações dos gerentes, exceto dizendo que eles são inclinados ao subinvestimento.”

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As teorias vistas neste artigo explicam a teoria geral da estrutura de capital sob certas circunstâncias, ou seja, são teorias condicionais. Para serem testadas e comprovadas precisam de certas condições ou pressuposições, por exemplo, a teoria de MM que precisa que o mercado seja perfeito, as teorias do *trade-off* e *pecking order* que não prevêm problemas de agência, e a dificuldade de todas elas, inclusive a teoria de agência, é torná-las quantificáveis. Portanto, está aí uma ideia de um estudo futuro, quantificar essas teorias ou até mesmo, desenvolver uma fórmula geral que resulte na estrutura ótima de capital.

Essas teorias são básicas às finanças modernas, deve-se entendê-las para quem sabe, poder-se realizar estudos mais profundos futuramente ou até mesmo o desenvolvimento de uma nova teoria acerca do tema. Por mais extensa que seja a teoria já desenvolvida em finanças, sabe-se que ainda há muito que entender. Todas as teorias vistas aqui relevam o endividamento, embora sob aspectos diferentes, mas, nenhuma consegue mostrar qual o índice de endividamento ótimo às empresas, a não ser teoricamente. Torna-se assim, possível ver ao horizonte a possibilidade de tentar quantificar um endividamento ótimo e descobrir quais são os benefícios fiscais obtidos com a dedutibilidade dos juros

pagos, e quem sabe, em uma amostra relevante de um país ou até mesmo um estudo internacional buscando entender o tamanho do benefício já utilizado e identificando o quanto ainda é possível se valer da dívida, para assim poder fazer comparativos entre países e identificar variáveis que possam explicar as diferenças encontradas.

REFERÊNCIAS

- AAKER, David A. **Pesquisa de Marketing**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- BARROS, Aidil Jesus da Silveira Barros. **Fundamentos de Metodologia**. 2 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart. **Investimento de Capital e Avaliação**. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. Porto Alegre: Bookman. 2004.
- GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. **Administração financeira: uma abordagem gerencial**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados Financeiros e Estratégia Corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HARRIS, Milton e RAVIV, Artur. *The Theory of Capital Structure*. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, mar. 1991.
- JENSEN, Michael C. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, p. 323-329, May, 1986.
- _____. MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, October, 1976.
- LAKATOS, Eva Maria e MARCONI, Maria de Andrade. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 1999.
- MALHOTRA, Naresh. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- MATTAR, Fauze Najib. **Pesquisa de Marketing**. São Paulo: Atlas, 1999.

MATIAS, Alberto Borges. **Finanças Corporativas de Longo Prazo: criação de valor com sustentabilidade financeira.** São Paulo. Atlas: 2007.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; e DAHER, Cecílio Elias. Testando Teorias Alternativas sobre a Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. Disponível em: http://repositorio.bce.unb.br/bitstream/10482/5960/1/ARTIGO_TestandoTeoriasalternativas.pdf. Acesso em: 09 jul. 2011.

MYERS, Stewart C. *Financing of Corporations*. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. **Handbook of the Economics of Finance**. Amsterdam: Elsevier B.V, 2003.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. 2. ed. 10. reimp. São Paulo: Atlas, 2010.

VALLANDRO, Luis Felipe; ZANI, João e SCHONERWALD, Carlos. Estrutura de Capital: um estudo empírico sobre a ocorrência de equity market timing nas decisões de financiamento das companhias abertas brasileiras. **X Encontro Brasileiro de Finanças**. São Paulo: FGV-EAESP, 2010. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/10EBF/paper/view/2040> Acesso em: 18 abr. 2010.