

O Financiamento das Empresas e os Custos de Delegação¹

António Martins*

1. Introdução

A estrutura de capital das empresas² depende de factores relacionados com o risco económico e o risco financeiro, de entre os quais se destacam³ as razões fiscais, os custos de falência, os efeitos de anúncio e os custos de delegação (*agency costs*).

A fiscalidade pode influenciar a estrutura de capital das empresas, na medida em que os sistemas tributários privilegiem os rendimentos dos capitais próprios ou dos capitais alheios, contribuindo para determinar a escolha de uma ou outra fonte de financiamento.

Os custos de falência estão intimamente relacionados com o nível de endividamento das empresas, uma vez que níveis excessivos de recurso ao crédito podem, ao contribuir para a insolvência das empresas, acarretar custos consideráveis.

Os efeitos de anúncio são um factor explicativo da estrutura de capital que se baseia na existência de informação diferenciada (assimétrica) entre os investidores — accionistas e credores — e os administradores. Se, por exemplo, uma sociedade necessitar de fundos para financiar um dado investimento e os administradores entenderem que o valor de mercado pelo qual conseguiriam colocar as acções é inferior ao seu valor real, preferem recorrer ao endividamento.

¹ Agradeço ao Prof. Amadeu Paiva, consultor da revista, as sugestões que contribuíram para melhorar a versão inicial deste artigo.

* Assistente da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

² A estrutura de capital das empresas será entendida neste texto como a proporção entre os capitais próprios e os capitais alheios de médio e longo prazo que figuram no balanço das empresas. As empresas a que nos referiremos são as que se organizam sob a forma jurídica de sociedades anónimas.

³ Vide, por exemplo, Van Horne (1995).

Os custos de delegação resultam da separação entre a propriedade e a administração. Nas modernas economias de mercado, um grande número de sociedades é gerido por equipas de administradores que não detêm qualquer parcela do capital social, pelo que podem os mesmos tomar decisões não óptimas do ponto de vista dos proprietários.

O objectivo deste artigo é apresentar alguns tipos de custos de delegação e a forma como a estrutura de capital das empresas pode ser por eles influenciada. Em seguida, aborda-se algumas formas de limitar estes custos: as cláusulas de salvaguarda, a política de dividendos e a inclusão de opções sobre acções nos esquemas remuneratórios dos administradores.

2. Os custos de delegação e a estrutura de capital das empresas

A teoria dos custos de delegação trata das consequências da separação entre a propriedade e a administração das sociedades, e procura estudar os efeitos dessa separação nas decisões dos administradores e nos custos associados à sua optimização do ponto de vista dos proprietários e credores das empresas.

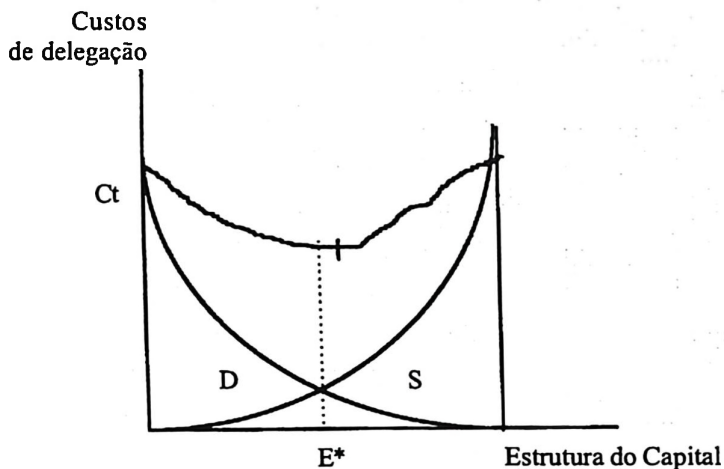
Jensen e Meckling, autores pioneiros nesta área de investigação das finanças empresariais, distinguem entre custos de delegação do financiamento por acções não detidas pelos administradores e custos de delegação do endividamento. Supondo que, num primeiro momento, uma sociedade se financia exclusivamente através de capitais detidos pelo seu administrador, o primeiro tipo de custos de delegação ocorre na sequência da abertura do capital a accionistas externos. Nesta nova situação, o administrador é induzido a maximizar o valor das vantagens pessoais retiradas da sua função, em prejuízo dos accionistas externos. É que, ao contrário do que acontecia quando detinha a totalidade do capital, a redução da sua riqueza enquanto accionista não é igual ao valor do acréscimo dessas vantagens. Mas, supondo um mercado de capitais onde os investidores têm expectativas racionais, o preço que estão dispostos a pagar pelas acções reflecte a probabilidade desse comportamento por parte dos administradores.

A quebra do valor dos títulos é um custo de delegação decorrente da separação entre propriedade e administração, cuja repercussão negativa sobre o valor da empresa pode ser minorada através de acções de fiscalização por parte dos investidores externos e através de garantias contratuais dadas pelos administradores. Estas acções e garantias, apesar dos custos associados, são do interesse de ambos; porque facultam o recurso ao financiamento externo em condições menos gravosas para o administrador e contribuem para a protecção dos investidores.

Uma forma de evitar estes custos poderia ser o financiamento da empresa por uma pequena parte de capitais próprios detidos pelos administradores e o recurso ao crédito na parte restante. Ora, o recurso ao crédito gera também custos de delegação. Por um lado, os administradores podem utilizar os fundos obtidos para investimentos de risco mais elevado. Se os investidores — obrigacionistas — prevêem essa possibilidade, o preço que estão dispostos a pagar pelos títulos representativos da dívida reduz-se. Por outro lado, os custos inerentes às garantias contratuais que protegem os credores das decisões adversas dos administradores são outro tipo de custos de delegação associados ao endividamento.

Sendo estes os custos de delegação relacionados com as duas citadas fontes de financiamento, existiria então uma estrutura de capital óptima, caracterizada por uma proporção de capitais próprios e alheios que minimiza os custos de delegação totais. O gráfico 1 mostra como se determina essa proporção.

Gráfico 1
A estrutura óptima de capital segundo Jensen e Meckling



À medida que cresce o peso de qualquer das duas fontes de financiamento, crescem os respectivos custos de delegação. O ponto E^* representa a estrutura financeira que minimiza a soma dos custos de delegação totais (C_t) do recurso ao crédito (D) e do recurso ao financiamento accionista externo (S).

3. Formas de minorar os custos de delegação

Dada a existência destes custos, as partes interessadas — accionistas, credores e administradores — procuram minorá-los. De entre as formas que para tal contribuem, abordaremos três: a inclusão de cláusulas protectoras nos contratos de empréstimo e nos contratos de trabalho dos administradores, a política de dividendos e a concessão aos administradores de opções sobre acções das sociedades que gerem.

3.1. As cláusulas protectoras

Em mercados de capitais caracterizados por investidores racionais, a possibilidade de haver, por parte dos administradores, comportamentos lesivos dos interesses dos proprietários que se traduzam em custos de delegação reflecte-se na cotação das acções e nas taxas de juro exigidas pelos credores. Alternativamente, as decisões dos administradores podem ser condicionadas pela inscrição de cláusulas protectoras nos respectivos contratos de trabalho e nos contratos de empréstimo das sociedades. Os custos derivados da fiscalização do seu cumprimento são compensados pela melhoria das condições de acesso ao financiamento por parte das empresas.

As cláusulas inscritas nos contratos de trabalho decorrem geralmente da preocupação dos accionistas, os quais procuram limitar a discricionariedade dos administradores relativamente a decisões que afectem negativamente os seus interesses.

O papel das cláusulas inscritas nos contratos de empréstimo na redução dos conflitos de interesse entre gestores e credores foi analisado por Smith e Warner (1979). De entre os tipos de protecção que os credores procuram inscrever nos contratos, os autores salientam as restrições à política de investimento e à contracção de novos empréstimos e a exigência da manutenção de certas proporções entre as rubricas do balanço (*v.g.* autonomia financeira superior a certo quociente).

Smith e Warner afirmam que as cláusulas mais frequentes, porque de mais fácil fiscalização, dizem respeito às políticas de financiamento e de distribuição de dividendos.

3.2. A política de dividendos

A dificuldade em emitir acções para financiar novos investimentos a um preço de emissão que os administradores considerem justo pode levar a administração de uma sociedade a reduzir ao mínimo a percentagem de lucros distribuídos, de

forma a garantir a existência de disponibilidades financeiras que permitam suportar investimentos, sem recorrer a novas entradas de capital.

Nesta medida, o autofinanciamento seria a fonte privilegiada de suporte dos novos investimentos, porque evitaria o reflexo dos custos de delegação no preço das acções e obrigações emitidas.

A principal crítica a esta política de magros dividendos resulta da possível falta de confiança dos investidores na capacidade de previsão dos administradores relativamente à qualidade dos investimentos a financiar. Os excedentes não distribuídos aos sócios podem ser usados em projectos de fraca rentabilidade, comparativamente à de aplicações que os sócios poderão realizar a título individual.

Deste modo, a exigência de dividendos substanciais seria uma forma de reduzir a probabilidade de má afectação desses meios e de obrigar os administradores a justificarem, perante o mercado, as necessidades de fundos para financiar novos projectos.

De qualquer modo, a defesa de uma política de dividendos que atribua aos sócios a maioria ou a totalidade dos lucros líquidos pode gerar inconvenientes de outra ordem, designadamente se a carga fiscal que grava os dividendos for substancialmente superior à das mais-valias ocasionadas pela retenção de lucros. Daí que a redução do poder discricionário dos administradores, conseguida com a distribuição dos lucros, possa ser contrariada pelo argumento da inconveniência fiscal dos dividendos relativamente à retenção de lucros, geradora de mais-valias.

3.3. As opções sobre acções

3.3.1. Alguns conceitos acerca de opções sobre acções

Uma opção é, na sua essência, um contrato entre duas partes, pelo qual uma delas concede à outra o direito — mas não a obrigação — a comprar ou vender um determinado bem por um preço especificado, sendo esse contrato válido por um período determinado. Exemplificando: o sujeito A pode tratar com o sujeito B a compra de uma opção sobre as acções da sociedade BETA SA, por um período de seis meses, ao preço de K. O sujeito B, ao conceder ao sujeito A esse direito, exige um

prémio, que não é mais do que o preço que A deve pagar, por beneficiar da opção sobre as acções de BETA.

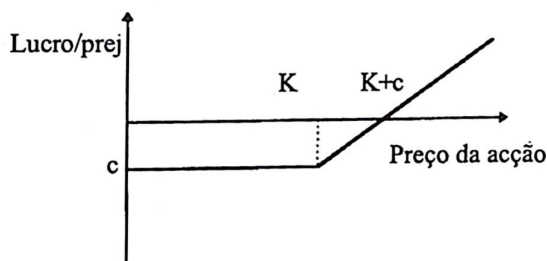
O contrato de opção que se adapta ao caso em apreço designa-se por «*call option*». Este tipo de opção garante ao seu titular, pelo período determinado, o direito a adquirir por um dado preço um certo número de acções de uma sociedade. O valor da opção depende, pois, da evolução do preço da acção em que se baseia⁴. No exemplo que apresentámos, é claro que A só exercerá a opção, se o preço das acções de BETA ultrapassar K, não exercendo o direito que a opção lhe confere, se tal não acontecer durante o período de vigência do contrato.

Por outro lado, o sujeito vendedor B corre os riscos inerentes à subida do preço das acções de BETA, uma vez que garantiu ao titular da opção o direito às acções ao preço de K, independentemente da evolução das cotações. Por tal razão é que o prémio que o comprador paga se deve ajustar ao risco de uma evolução negativa dos preços das acções do ponto de vista do vendedor da opção.

A fim de se visualizar a evolução do lucro/prejuízo de A e B, admita-se, com base no exemplo que temos vindo a tratar, que o prémio exigido a A foi no montante de c por acção.

Gráfico 2

Lucro/prejuízo das partes num contrato de opção



⁴ Por simplificação, não se considera outros factores que influenciam o valor da opção, como sejam o tempo, a taxa de juro e a volatilidade.

Conforme se pode deduzir pela análise do gráfico 2, só se o preço da acção ultrapassar $(K+c)$ é que o titular da opção terá lucro na operação, porque só assim recuperará o que irá pagar pela acção (K) mais o prémio que desembolsou aquando da compra da opção (c) ⁵.

3.3.2. As opções como forma de redução dos custos de delegação

A inserção de opções sobre acções nos esquemas remuneratórios dos administradores de empresas societárias pode contribuir para minorar os custos de delegação e tornar as decisões dos administradores mais eficazes do ponto de vista da defesa dos interesses dos proprietários.

Refira-se, no entanto, que as características das opções expressas na secção anterior surgem algo alteradas, quando incluídas naqueles esquemas. De entre as características específicas habitualmente associadas a estas opções, são de referir a não-transmissibilidade e a caducidade, no caso de o administrador cessar funções na sociedade que lhas outorga.

De qualquer maneira, as opções sobre acções podem constituir uma forma relevante de limitar os custos de delegação. A monitoria ou fiscalização dos administradores, para além dos custos que origina, tem uma forte limitação: como é que os «fiscalizadores» sabem qual a melhor decisão que os administradores deveriam ter tomado? É que a informação de que dispõem é tão ou mais imperfeita do que a dos administradores.

Supondo que a evolução do preço das acções é o melhor indicador para apreciar a eficácia da administração, a concessão de acções aos gestores poderá ser uma maneira de reduzir os custos de delegação, uma vez que os resultados das decisões dos administradores influenciam o preço de activos financeiros de que são

⁵ O modelo mais utilizado na determinação do prémio pago pelos compradores de opções foi desenvolvido por F. Black e M. Scholes em 1973. A variável-chave na determinação do prémio é o risco da acção em que se baseia o contrato, que é medido pelo desvio-padrão da taxa de rentabilidade da acção.

titulares — as acções. No entanto, a titularidade de acções por parte dos administradores pode ter efeitos nefastos, tornando-os conservadores. Ou seja, se os administradores julgarem que uma dada decisão reduzirá a cotação das acções, podem não a tomar, embora com prejuízo para a rendibilidade da empresa a longo prazo.

As opções contornam esta dificuldade, uma vez que, se a cotação das acções baixar, os administradores não sofrem qualquer prejuízo — limitando-se a não exercer a opção —, trazendo-lhes ganhos consideráveis, se o preço das acções subir.

Trabalhos empíricos recentes sobre a questão⁶ mostram que, nas empresas onde se verifica um maior peso das opções sobre acções na remuneração dos administradores, as decisões de gestão são mais do agrado dos accionistas e que a evolução da rendibilidade das empresas em má situação foi positivamente influenciada pela introdução deste esquema.

4. Conclusão

A separação entre a propriedade e a gestão das sociedades origina custos de delegação que se traduzem no facto de os administradores poderem tomar decisões não óptimas do ponto de vista da riqueza dos proprietários das sociedades que gerem.

Em particular, a escolha dos meios de financiamento pode ser afectada pela existência destes custos, quer no financiamento por acções, quer no recurso ao endividamento.

Os financiadores — accionistas e credores — procuram precaver-se contra possíveis efeitos nefastos das decisões dos administradores. De entre as formas de limitar os custos de delegação, abordámos, em primeiro lugar, a inscrição de cláusulas de salvaguarda nos contratos de trabalho dos administradores e nos contratos de empréstimo das empresas, as quais reduzem a discricionariedade dos administradores.

Quanto mais elevado for o risco, maior é o valor da opção, porque maior é a probabilidade de o valor da acção ultrapassar certos limites e, conseqüentemente, originar lucros para o titular da opção. Uma análise detalhada do modelo pode ser vista em Arditti (1996).

⁶ Vide McConaughy e Mishra (1996).

Em segundo, a exigência de políticas de distribuição de resultados que limitem os excedentes financeiros utilizáveis pelos administradores em projectos de duvidosa rentabilidade.

Finalmente, a inclusão de opções sobre acções nos esquemas remuneratórios dos administradores pode constituir uma forma de limitar aqueles custos, permitindo-lhes beneficiar dos reflexos do acerto das suas decisões na evolução da cotação das acções.

Bibliografia

- Arditti, F., 1996, *Derivatives*, Boston MA, Harvard University Press
- Brealey, R. e Myers S., 1984, *Principles of corporate finance*, Nova Iorque, McGraw-Hill
- Jensen, M. e Meckling, W., 1976, «The theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure», in Jensen, M. e Smith, C. (eds) *The modern theory of corporate finance*, Nova Iorque, McGraw Hill
- McConaughy, D. e Mishra, C., 1996, *Debt, performance based incentives and firm performance*, *Financial Management*, 25, pp. 37-51
- Smith, C. e Warner, J., 1979, «On financial contracting: an analysis of bond covenants», in Jensen, M. e Smith, C. (eds), *The modern theory of corporate finance*, Nova Iorque, McGraw Hill
- The Economist*, 1996, The need for greed, Maio, p. 80