

O PARADIGMA DE AGENCY E O MODELO DE INFORMAÇÕES ASSIMÉTRICAS

Régio Marcio Toesca Gimenes *

Resumo

Este artigo discute as relações de conflito entre os acionistas de uma organização e os seus agentes executivos no que se refere à forma de financiamento de novos projetos de investimento de capital. Este conflito acaba sendo a tentativa de equilíbrio entre os interesses do capital próprio e dos credores da empresa, uma vez que a falta de simetria nas informações de investimento acabam beneficiando uma das partes.

Abstract

This article discusses the conflict relations between the stockholders of an organization and their executive agents related to the form of financing of new projects of capital investment. This conflict is the tentative of balance between the interests of the proper capital and the creditors of the company, once that the lack of symmetry in the information of investment benefit one of the parts.

Introdução

A teoria da Agência parte do pressuposto de

que uma empresa é um conjunto de contratos entre os diversos fatores de produção e cada fator defende os seus próprios interesses.

Conforme COASE (1990), toda organização deve propiciar uma determinada facilidade para as trocas e o seu espaço deve ser entendido como um local onde o conflito de interesses das partes que a definem deve ser estabilizados pelos contratos, ou seja, na especificação dos direitos de cada parte ficarão estabelecidos os custos e benefícios de cada participante da organização.

Para a teoria da agência, as relações contratuais definem o contorno básico das organizações, onde fornecedores, debenturistas, clientes, funcionários, acionistas e governo estabelecem as suas relações.

O termo "agência" é utilizado pelo fato de que os administradores da empresa, contratados na condição de executivos, devem exercer o processo de tomada de decisões, assumindo o papel de agentes dos acionistas, trabalhando para o benefício destes.

O problema de *agency* é oriundo não só do relacionamento entre os acionistas e os seus agentes (executivos), mas principalmente entre os proprietários do capital próprio e os credores.

Este conflito ocorre porque os credores, quando fornecem uma determinada quantia de recursos

* Docente da UNIPAR. Doutorando em Administração.

de terceiros a empresa, definem uma taxa de juros em função da estrutura de capital atual e das expectativas quanto ao comportamento dos seus administradores após o contrato de empréstimo.

Se não houver determinadas restrições por parte dos credores, os administradores podem investir os recursos e projetos de alto risco ou incorrer em empréstimos adicionais, sem, contudo, aumentar o custo dos empréstimos já contratados.

Esta postura por parte dos administradores pode enfraquecer a posição dos credores e beneficiar os acionistas, uma vez que se os investimentos tiverem sucesso, o credor receberá um valor pré-determinado, enquanto os acionistas se beneficiarão com o fluxo de caixa residual, aumentando o valor da empresa para seus proprietários.

Conforme GITMAN (1997), se os investimentos arriscados valerem a pena, os proprietários receberão todos os benefícios; mas se os investimentos arriscados não compensarem, os credores dividirão os custos. O conflito de interesse é resultado da forma jurídica como se estruturam os acionistas, uma vez que a responsabilidade limitada e o controle sobre a gestão dos negócios da empresa propiciam a possibilidade de auferir fluxos residuais de caixa em projetos com altos níveis de risco, dividindo o prejuízo de eventuais frustrações com os credores.

Para evitar esta situação, os credores impõem certas técnicas de monitoramento e controle aos devedores, os quais resultam nos chamados custos de *agency*. Basicamente esta postura determina uma incorporação dos custos de *agency* nas taxas de juros cobradas pelos empréstimos e uma série de cláusulas contratuais restritivas às alterações futuras em sua estrutura de capital e obviamente nos níveis de risco operacional e financeiro do negócio.

ROSS (1995: 379) assim define as cláusulas protetoras:

Como os acionistas são obrigados a pagar taxas de juros mais altas como proteção contra suas próprias estratégias egoístas, freqüentemente negociam acordos com os credores na esperança

de obterem taxas mais baixas.

Esses acordos, chamados cláusulas protetoras, são incorporadas ao documento de empréstimo (ou escritura) e precisam ser levados a sério, pois a violação de uma dessas cláusulas pode ser considerada equivalente a inadimplência.

Negar o pedido de empréstimos subsequentes, aumentar as taxas de juros e exigir cláusulas contratuais restritivas nos contratos de empréstimos protegem o credor dos custos de *agency*, assegurando uma remuneração adequada aos níveis de risco do negócio, o que, por parte dos acionistas controladores, será visto como condições aceitas que em contrapartida poderão lhes dar o direito de exigir empréstimos a taxas de juros menores.

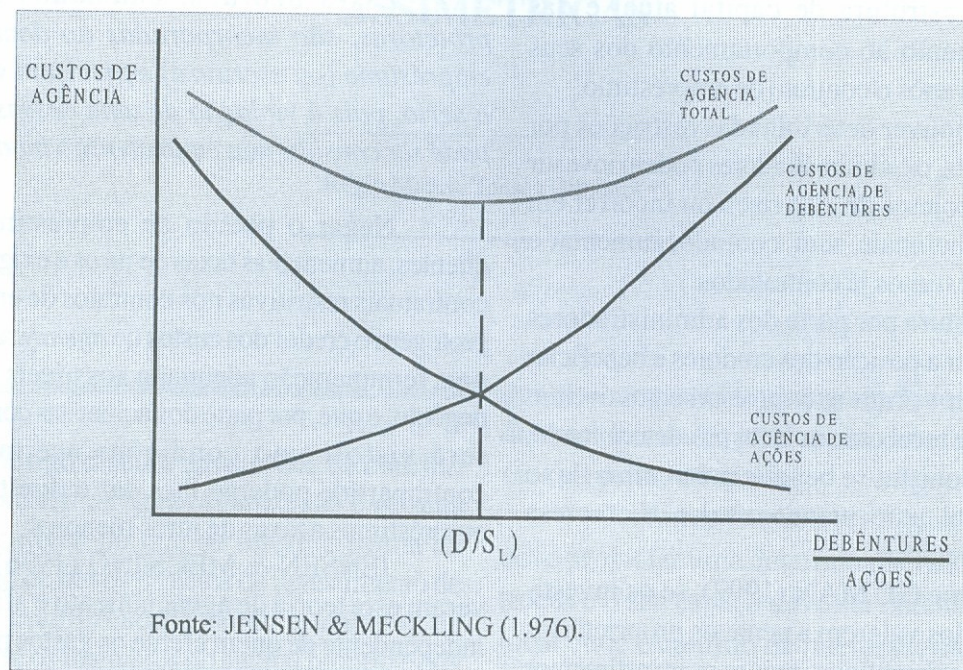
JENSEN & MECKING (1976) desenvolveram esta teoria de agenciamento e afirmam que, independente de quem efetua os gastos para realizar o processo de monitoração, os custos de *agency* são originados pelos acionistas e quanto mais altos forem estes custos, mais alta será a taxa de juros cobrada nas obrigações, conseqüentemente menor será o valor de mercado da empresa.

Por outro lado, a teoria do agenciamento também descreve os custos vinculados ao capital próprio, em que afirma existirem conflitos de interesse entre os proprietários-administradores e os novos proprietários. A tese está baseada na argumentação de que se o proprietário administrador puder maximizar sua riqueza às custas dos novos acionistas, ele irá fazê-lo, exigindo dos novos acionistas a incorrência em custos de monitoração (*agency*) para que os seus interesses não fiquem soberbamente prejudicados.

Deduz-se que os custos de monitoração do capital próprio externo crescem à medida que aumenta a participação de recursos próprios na estrutura de capital da empresa.

Na figura 1, pode-se visualizar o comportamento das variáveis que fazem parte das definições propostas pela teoria de agenciamento. De acordo com essa figura, os custos de agenciamento vinculados à emissão de ações possui comportamento.

FIGURA 1 – Teoria de Agência



diretamente proporcional à emissão de ações e inversamente proporcional à participação dos debêntures na estrutura de capital, enquanto o custo de agenciamento vinculado à emissão de debêntures possuem comportamento diretamente proporcional ao aumento de sua participação como fonte de recursos de terceiros.

Ainda sobre a figura 1, observa-se que é possível definir um ponto onde os custos de agenciamento são mínimos e o valor de mercado da empresa obviamente será máximo. Neste ponto está configurada uma melhor estrutura de capital para a empresa.

JENSEN & MECKLING (1976) complementam a análise, afirmando que, quando os custos de agenciamento do capital próprio forem insignificantes, a melhor estrutura de capital se daria apenas pelo equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de agenciamento do capital de terceiros.

ROSS (1995) acredita que o valor global de uma empresa será determinado pelas seguintes variáveis: benefício fiscal do capital de terceiros, mais redução do custo de “agency” do capital próprio,

menos aumento dos custos de dificuldades financeiras (incluindo os custos de “agency” de capital de terceiros).

HARRIS & RAVIV (1990) afirmam que os administradores de uma empresa nem sempre comungam dos mesmos interesses que os acionistas. No caso de uma liquidação, por exemplo, o que poderia ser bom para os acionistas não é para os administradores, uma vez que a manutenção dos seus empregos estaria em jogo.

Também com relação à distribuição de dividendos, os administradores preferem mantê-los sob a forma de lucros retidos, ora porque poderiam utilizar os recursos de acordo com seus próprios planos, ora porque não sinalizariam ao mercado, através da política de distribuição de dividendos, maiores informações sobre a saúde financeira da empresa, principalmente quando os resultados não são favoráveis.

Desta forma, pelo modelo exposto, o endividamento seria uma provável solução para o conflito entre administradores e acionistas, no sentido de expor aos investidores a habilidade ou não do

gestor em gerar fluxos de caixa suficientes para cobrir os encargos financeiros provenientes das obrigações contraídas.

No caso de inadimplência com as obrigações, os credores teriam o direito de intervir na organização e instaurar um processo de investigação que poderia resultar na reengenharia da empresa ou em sua provável liquidação.

O limite deste processo de endividamento se daria na análise comparativa entre as vantagens produzidas por este processo de investigação e monitoramento e os seus respectivos custos (como os de *agency*) do qual fariam parte os honorários de advogados, de peritos e contadores contratados para exalar seus pareceres, além daqueles provenientes de sua própria incompetência em organizar o seu processo produtivo.

Em um estudo mais recente, STULZ (1990) concluiu que os executivos financeiros que detêm o poder de decisão sobre reter os resultados do período ou distribuir aos acionistas, preferencialmente decidem por reinvestir o resultado na própria empresa, contrariando assim os interesses do acionista, mesmo quando em dado momento esta fosse a melhor opção.

O uso intensivo de capital de terceiros, ou seja, o aumento do grau de endividamento apresenta-se como uma alternativa para o executivo gestor, uma vez que o pagamento dos encargos financeiros, proveniente da maior dívida, conduziria a uma menor parcela do resultado da empresa que teoricamente seria distribuída aos acionistas.

O risco desta opção seria a redução brutal nos níveis de caixa da empresa, resultando no não aproveitamento de oportunidades de investimento em projetos com valor atual líquido positivo.

O modelo de informações assimétricas

Um das suposições da teoria clássica de Modigliani e Miller refere-se à possibilidade de existir um mercado financeiro perfeito, onde todos os investidores teriam, à sua disposição, de forma indiscriminada, todas as informações necessárias para

conduzir suas decisões de investimento.

Na realidade, a teoria das informações assimétricas afirma que os administradores de uma empresa possuem informações privilegiadas sobre os fluxos de caixa futuros e os seus respectivos retornos de projetos de investimento a serem realizados, que os investidores não possuem.

Desta forma os administradores podem utilizar as alterações em sua estrutura de capital para sinalizar informações ao mercado acerca dos níveis futuros de lucratividade e risco, assumidos em suas oportunidades de investimento.

Segundo GITMAN (1997), a teoria da informação assimétrica sustenta que os administradores de uma empresa têm mais informações operacionais e perspectivas futuras do que os investidores. Supondo-se que os administradores tomem decisões com o objetivo de maximizar a riqueza dos acionistas existentes, então, a informação assimétrica pode afetar a decisão de estrutura de capital que os administradores tomarem.

Para exemplificar a teoria das informações assimétricas, suponha-se que a empresa visualize uma boa oportunidade de investimento e procure levantar o capital necessário para financiá-lo. Se, como resultado da assimetria de informações os administradores considerarem o preço atual das ações muito baixo no mercado, farão a opção pelos empréstimos ao invés de emitirem novas ações.

Esta atitude do administrador é interpretada como um sinal que se acredita refletir a opinião dos administradores com relação ao valor das ações da empresa. No caso da opção do empréstimo, a sinalização é positiva, uma vez que os administradores acreditam que as ações estão subvalorizadas; assim sendo, quando os resultados positivos do investimento retornarem, serão apenas divididos com os acionistas existentes; ao contrário do que aconteceria, se a opção de levantamento de novos recursos fosse pela emissão de novas ações, aumentando conseqüentemente o número de participantes para aquinohar parcelas do resultado gerado pelo novo investimento.

No caso de os administradores avaliarem as perspectivas como sendo ruins e portanto, acreditando

que as ações da empresa estão supervalorizadas, o interesse dos acionistas conduziria à obtenção dos recursos, via emissão de novas ações, o que resulta na interpretação dos investidores de que a emissão de ações constitui-se em um sinal negativo, provocando um declínio de seu valor no mercado.

Conforme MYERS & MAJLUF (1984), a emissão de ações sinaliza ao mercado que o seu preço está sobrevalorizado e a obtenção de recursos via empréstimo sinaliza que o preço da ação está subvalorizado, partindo do pressuposto de que os administradores das empresas têm como meta maximizar o valor da riqueza dos acionistas existentes.

Para GITMAN (1997), já que existem condições de informações assimétricas de tempos em tempos, a empresa deveria manter alguma capacidade de empréstimos adicionais (baixos níveis de endividamento). Esta reserva permite à empresa levar alguma vantagem de boas oportunidades de investimento, sem vender ações por um valor baixo.

Segundo ROSS (1977), o modelo de Modigliani e Miller sugere que os investidores conheçam a distribuição dos retornos futuros da empresa e, através deste conhecimento, determinem o valor de mercado da empresa; mas, na verdade, o que os investidores avaliam é a percepção do fluxo de retornos da empresa, assim uma alteração da estrutura de capital pode alterar esta percepção do mercado e conseqüentemente o negócio seria enquadrado em outro nível de risco.

Bibliografia

01. COASE, Ronald H. **The Nature of the Firm**. *Econômica*, 4, 1937. p. 386-405.
02. GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.
03. HARRIS, Milton & RAVIV, Artur. **Capital Structure and the Informational Role of Debt**. *The Journal of Finance*. v. 45, n.2, 1990. p. 321-349.
04. _____. **The Theory of Capital Structure**. *The Journal of Finance*. v. 46, n.1, 1991. p. 297-356.
05. JENSEN, M. C. e MECKLING, W. H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. *Journal of Financial Economics*, outubro de 1976. pp. 305-360.
06. MASULIS, R. **The Effects of Capital Structure Change on Security Prices**. Unpublished P.H.D. Dissertation (University of Chicago, Chicago), 1978.
07. MILLER, M. H. **Debt and Taxes**. *Journal of Finance*, maio de 1977. pp. 261-275.
08. MODIGLIANI, F. e MILLER, M. H. **The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment**, *American Economic Review*. Junho de 1958. pp. 261-297.
09. MYERS, S. C. **The Capital Structure Puzzle**. *Journal of Finance*, Julho de 1984. pp. 575-592.
10. _____ e MAJLUF, N. **Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have**. *Journal of Financial Economics*, Junho de 1984. pp. 187-221.
11. ROSS, Stephen. A.; WESTERFIELD, Randolph W. & JAFFE, Jaffey F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.
12. _____; _____ & _____. **Corporate Finance**. 3. ed. Richard D. Irwin Company, 1993.
13. STULZ, René. **Managerial Discretion and Optimal Financing Policies**. *Journal of Financial Economics*. v. 26, 1990. p. 3-27.