

## O MODELO *PECKING ORDER HYPOTHESIS*, A IMPORTÂNCIA DO CONTROLE DO CAPITAL VOTANTE E AS RELAÇÕES NO MERCADO DE INSUMO PRODUTO

Régio Marcio Toesca Gimenes \*

### Resumo

Este artigo aborda a teoria do *pecking order*. Essa teoria afirma que os administradores financeiros possuem uma determinada preferência na escolha entre várias fontes de recursos para financiar os investimentos da empresa que dirigem. Também trata do modelo do controle do capital votante, onde se supõe que o seu controle em uma estrutura societária possui um determinado valor que deve ser considerado quando a empresa for compor sua estrutura de capital. Finalmente invoca a teoria da organização industrial para subsidiar formulações teóricas sobre estrutura de capital, estabelecendo relações entre uma dada estrutura de capital e as estratégias competitivas que podem ser adotadas por empresas em mercados de produto.

**PALAVRAS-CHAVE:** Teoria de Pecking Order, Fontes de recursos, Estrutura de capital.

### Abstract

This article boards the pecking order theory when it affirms that the financial administrators have a determined preference in the choice of several sources of resorts to finance the investments of the enterprise that they run. It also treats the model of the voting capital control, where it supposes that the control of the voting capital in a societary structure has a determined value and so this value must be considered when the enterprise compounds its structure of capital.

Finally it evokes the industry organization theory to subsidy theoretical formulations about structure of capital when it searches to establish relations between a determined structure of capital and the competitive strategies that can be adopted by the enterprises in markets of product, establishing possible relations between the mix of resort sources and the basic characteristics of their products or inputs in the twig of activity where they act.

**KEY-WORDS:** Pecking Order theory, Finance, Structure of capital.

### Introdução

A teoria do *pecking order* estabelece que os administradores financeiros possuem uma determinada preferência na escolha entre várias fontes de recursos para financiar os investimentos da empresa que dirigem.

Para esta teoria, a estrutura de capital não está diretamente vinculada ao valor de mercado da empresa e, portanto, não é possível definir uma dada estrutura de capital e sim, uma composição estratégica de recursos, formada pela empresa em função de sua hierarquia de preferência com relação às fontes de capital.

PINEGAR & WILBRICHT (1989), em recente pesquisa, perguntaram aos executivos financeiros qual dos dois critérios principais determinava suas decisões financeiras sobre estrutura

\* Docente da UNIPAR. Doutor em Administração.



de capital: a manutenção de uma estrutura-meta de capital ou seguir uma hierarquia de financiamento chamada *pecking order*, que começa com lucros retidos, sendo seguida de empréstimos e, finalmente, da emissão de novas ações ordinárias.

O resultado da pesquisa mostrou que 30 % dos executivos responderam seguir uma dada estrutura-meta de capital e 70 % escolheram a ordem de importância (*pecking order*) como sendo a forma que os conduzia nas decisões de financiamento de suas organizações.

GITMAN (1997) define a *pecking order* (ordem de importância) como uma hierarquia de financiamento, começando com lucros retidos, seguida de endividamento e, finalmente, da emissão de novas ações ordinárias.

As empresas preferem, em primeiro lugar, os lucros retidos, porque evitam procurar os recursos no mercado, quando o preço de suas ações está muito baixo, fenômeno explicado na teoria da assimetria de informações.

Caso o autofinanciamento através dos lucros retidos não for suficiente para financiar seus planos de investimento, então a empresa preferencialmente busca recursos de terceiros, ou seja, aumenta o seu nível de endividamento.

Se o grau de endividamento da empresa for elevado e isso implicar na dificuldade de tomar mais recursos emprestados, a empresa então define como última alternativa a emissão de novas ações ordinárias.

CASELANI (1996) afirma que a emissão de ações, como a última preferência nas decisões da empresa quanto ao seu processo de financiamento, se deve ao fato de que as ações são os títulos mais afetados pelo processo de assimetria informacional.

A explicação para esse fenômeno é que os novos acionistas acreditam que sofrerão prejuízos no momento em que os administradores, sendo possuidores de informações privilegiadas sobre as perspectivas futuras dos retornos da empresa, emitirão as ações em períodos em que os seus preços preferencialmente estarão supervalorizados no mercado.

O financiamento através de lucros retidos (autofinanciamento) ou empréstimos com riscos mínimos não apresenta uma relação direta e importante com o processo de assimetria informacional, não produzindo reações no mercado com relação à expectativa dos preços das ações da empresa.

Dessa forma, fica estabelecida a preferência pelos lucros retidos, empréstimos, e em última circunstância, a emissão de novas ações ordinárias.

Conforme MYERS (1984), a empresa pode até desistir de uma boa oportunidade de investimento para não emitir novas ações ordinárias, o que só seria possível, se o valor atual líquido do projeto for superior ao grau de desvalorização do preço de suas ações em função do processo de assimetria de informações.

Também afirma MYERS que a teoria do *pecking order* explica o menor grau de endividamento das empresas que apresentam altas taxas de rentabilidade em seus negócios.

A explicação estaria no fato de que a alta rentabilidade é capaz de gerar recursos próprios para financiar seu processo de expansão, não necessitando freqüentemente de recorrer aos capitais de terceiros.

As empresas de menor rentabilidade recorrem com maior freqüência aos recursos externos, respeitando a ordem de importância, ou seja, primeiramente os empréstimos, seguidos, se necessário for, da emissão de ações.

A conclusão que se depreende dessa teoria da ordem de importância é que o processo de assimetria de informações só poderá ser evitado, quando as informações sobre as perspectivas futuras de retorno da empresa forem também compartilhadas com os investidores de forma clara e transparente.

## 1. A Importância do Controle do Capital Votante

Este modelo parte da suposição de que o controle do capital votante em uma estrutura societária possui um determinado valor e, portanto, tal valor deve ser considerado quando a empresa for compor sua



estrutura de capital.

Esse controle é entendido como o direito de tomar decisões a respeito da gestão da empresa, o que implica na suposição de que um acionista, ou um grupo controlador, pode impedir que determinadas estratégias empresariais sejam executadas, quando acreditam que os resultados não maximizariam o preço de suas ações no mercado.

A essência básica desses pressupostos é que o acionista controlador de uma quantia razoável de ações ordinárias desfruta de um grande poder estratégico que, por ventura, possa ser usado quando do aparecimento de conflitos entre grupos de acionistas na disputa pelo controle do poder de decisão na empresa.

Para AGHION & BOLTEN (1988), o que deve ser ressaltado é a diferença entre a opção pelos debêntures e as ações, no sentido do direito de controle que esses títulos oferecem aos investidores.

O estudo dessa opção gera uma teoria sobre a estrutura de capital baseada na disputa pelo controle do processo de decisão entre os investidores.

A teoria do controle baseia-se no direito de voto que cada ação ordinária é capaz de dar ao acionista ordinário, ao contrário do debênture que não produz esse direito.

No entanto, o debênture gera o direito de propriedade da empresa, quando ela se encontra em processo de insolvência, o que resulta no fato de que o direito dado aos acionistas pelo controle das ações com direito a voto só é sustentável enquanto a empresa mantiver uma razoável capacidade de pagamento de suas obrigações, evitando, assim, uma possível crise de liquidez.

Se essa condição não for satisfeita, o controle da empresa passa para as mãos dos credores que podem optar pela reorganização da mesma ou pela sua liquidação.

Diante de uma real necessidade de obtenção de recursos externos, se a opção for a emissão de novas ações ordinárias (com direito a voto), os executivos financeiros estariam determinando que os

antigos acionistas dividam o controle acionário da empresa com os novos acionistas.

Se a opção da empresa, na obtenção dos recursos externos, for pela emissão de debêntures, estariam garantidos todos os direitos sobre o controle acionário para os acionistas controladores; mas existe, nesse caso, a elevação do risco de insolvência, provocada por um nível mais alto de encargos financeiros fixos que a empresa teria que pagar, o que permitiria, no caso de não pagamento, a transferência do controle acionário para o domínio dos credores.

HARRIS & RAVIV (1988), analisando a teoria do controle, argumentam que existe a possibilidade de um executivo financeiro manipular o método e a probabilidade de uma tentativa de tomada do controle acionário (takeover) através da alteração da fração das ações que possui.

No conflito entre o executivo gestor e o provável rival que procura roubar-lhe o controle, pode-se definir o valor da empresa.

O melhor ponto da estrutura de capital se dá no momento em que o executivo gestor procura equilibrar os ganhos de capital, provenientes do controle acionário com a possibilidade de perda dos benefícios pessoais resultantes da situação de controlador.

CARNAÚBA (1993) assim sintetiza a teoria do controle:

*A empresa irá escolher sua estrutura de capital pesando o custo marginal da diluição do controle contra o custo marginal da insolvência (...) o valor da empresa depende do resultado da luta pelo "takeover", pois as partes em conflito possuem diferentes habilidades para gerenciar a empresa.*

*O controlador (administrador/gerente) possui a habilidade de manipular o método e a probabilidade do sucesso da tomada do controle através da alteração de sua participação na empresa.*

*Desde que a participação do controlador (administrador/gerente) é determinada*



*indiretamente pela estrutura de capital da empresa, o que envolve uma ponderação entre o ganho de capital na posição de controlador e o fim do benefício pessoal no caso da perda do controle ; tal fato implica em uma teoria da estrutura de capital.*

## **2. Estrutura de Capital e o Mercado de Insumo Produto**

A teoria da organização industrial também acaba subsidiando as formulações teóricas sobre estrutura de capital, quando procura estabelecer relações entre uma dada estrutura de capital e as estratégias competitivas que podem ser adotadas por empresas em mercados de produto.

Também colabora com a teoria da estrutura de capital, quando procura estabelecer possíveis correlações entre o *mix* de fontes de recursos e as características básicas de seus produtos ou insumos no ramo de atividade onde as empresas atuam.

BRANDER & LEWIS (1986) afirmam, em seus estudos, que aumentos no endividamento conduzem os acionistas de empresas oligopolistas a adotar estratégias mais arriscadas, quando os administradores são incentivados a produzir grandes quantidades, mesmo que isso signifique fazer com que os seus concorrentes produzam menos.

O grau de alavancagem propicia às empresas produzirem mais, o que resulta num posicionamento favorável e positivo com relação aos níveis de endividamento das empresas oligopolistas.

TITMAN (1984), em outra abordagem, correlaciona o processo de liquidação de uma empresa com os custos imputados aos seus clientes ou fornecedores, resultantes das dificuldades de obtenção do produto, partes e/ou serviços.

O montante desses custos seria refletido nos preços mais baixos dos produtos da empresa, o que levaria os acionistas a aceitarem a liquidação da empresa, quando os ganhos líquidos da liquidação fossem superiores aos custos imputados aos seus respectivos clientes.

O autor sugere que os acionistas deverão

buscar, através da composição da estrutura de capital, uma melhor liquidação, em que os acionistas nunca desejem a liquidação, os debenturistas sempre desejem liquidar, quando a empresa entre em processo de falência e a empresa ficará insolvente, apenas quando os ganhos provenientes com o processo de liquidação forem maiores do que os custos imputados aos clientes e ou fornecedores.

Conclui demonstrando que, para empresas em que o efeito dos mencionados custos é mais importante, como, por exemplo, indústrias cujo fabricante é único ou cuja natureza do produto é durável, como um automóvel, o grau de endividamento é menor, ao contrário de empresas em que esses custos são menores, como, por exemplo, um restaurante em que as condições citadas anteriormente são diferentes.

Uma outra abordagem da estrutura de capital, baseada nos fundamentos da teoria da organização industrial, afirma que o maior grau de endividamento tem uma relação direta com o poder de barganha que determinada empresa tem com os seus fornecedores de insumos, ou seja, a empresa poderá ser mais endividada, quanto maior for o poder de barganha, ou quanto maiores forem as alternativas de fornecimento dos seus insumos no mercado.

## **Conclusão**

A grande questão que se coloca nos estudos sobre o processo de financiamento das atividades empresariais resume-se na dúvida quanto seguir uma determinada estrutura-meta de capital ou uma certa ordem de preferência.

Pelos resultados de investigações empíricas de autores citados neste artigo conclui-se que a maior parte das organizações realizam a composição de suas fontes de financiamento seguindo uma determinada ordem de preferência na captação de novos recursos.

A ordem de preferência apontada pelas empresas inicia-se pela utilização de lucros retidos, o que em finanças denominamos autofinanciamento, na sequência a utilização de empréstimos bancários, no



caso de empresas brasileiras, principalmente as fontes de curto prazo e finalmente a emissão de ações.

A ordem de preferência é uma consequência das informações assimétricas existentes entre os gestores da empresa e o mercado como um todo, podendo ser evitado somente quando as informações sobre as perspectivas futuras da empresa com relação a novos projetos de investimento forem também compartilhadas com os investidores de forma transparente. Na realidade esta hipótese é pouco plausível.

Com relação ao controle do capital votante conclui-se que o acionista controlador possui um grande poder estratégico na gestão da empresa, por outro lado quando esta condição é construída através da emissão de debêntures eleva-se o risco de insolvência em função dos encargos financeiros fixos assumidos pela empresa.

Conclui-se que nas decisões sobre estrutura de capital a empresa deverá ponderar o custo imputado pela perda do controle acionário contra o custo de uma provável insolvência proveniente de um alto processo de alavancagem.

Finalmente constata-se que em situações onde ocorrem os desvios de mercado, como no caso específico dos oligopólios, as empresas assumem um maior nível de endividamento em função da sua escala produtiva e de uma certa estabilidade de suas receitas. Também pode-se afirmar que este endividamento é estimulado por um maior controle que estas empresas possuem sobre os seus fornecedores de insumos, ou seja, do seu poder de barganha em relação a cadeia de fornecedores.

## Bibliografia

01. AGHION, Philippe e BOLTEN, Patrick. **An Incomplete Contract Approach to Bankruptcy and the Financial Structure of the Firm**. Stanford University, Technical Report no. 536, November, 1998.
02. BRANDER, J. A. & LEWIS, T.R. **Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability** Effect. *American Economic Review*, 76, 1986: 956-970.
03. BREALEY, Richard A. **A Critique of Capital Structure Theory and Testing**. working paper, London Business School, Jul 1980.
04. \_\_\_\_\_. & MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresárias**. 3 ed. Portugal: McGraw-Hill, 1992.
05. CARNAÚBA, W. M. **Estrutura de capital: teoria da sinalização e teoria de controle**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: EAESP/FGV, 1993: 112.
06. CASELANI, C. N. **Emissão de ações: fonte de crescimento ou redutora do risco financeiro?** Dissertação de Mestrado. Porto Alegre: UGRS, 1996: 95
07. GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.
08. HARRIS, Milton & RAVIV, Artur. **Capital Structure and the Informational Role of Debt**. *The Journal of Finance*. v. 45, n.2, 1990: 321-349.
09. \_\_\_\_\_. **The Theory of Capital Structure**. *The Journal of Finance*. v. 46, n.1, 1991: 297-356.
10. MYERS, S. C. **The Capital Structure Puzzle**. *Journal of Finance*, Julho de 1984: 575-592.
11. TITMAN, S. **The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision**. *Journal of Financial Economics*, março de 1984: 137-151.
12. \_\_\_\_\_. e WESSELS, R. **The Determinants of Capital Structure Choice**. *Journal of Finance*, março de 1998: 1-19.