

FÓRUM · APRESENTAÇÃO

APRESENTAÇÃO

Richard Saito

FGV-EAESP

E-mail: richard.saito@fgv.br**Paulo Renato Soares Terra**

EA-UFRGS

E-mail: prsterra@ea.ufrgs.br**André Luiz Carvalho da Silva**

COPPEAD-UFRJ

E-mail: andrec@coppead.ufrj.br**Alexandre Di Miceli da Silveira**

FEA-USP

E-mail: alexfea@usp.br

Em 1958 a *American Economic Review* publicou um artigo de dois economistas da então Escola Superior de Administração Industrial do Instituto Carnegie de Tecnologia em Pittsburgh (atualmente Universidade Carnegie Mellon) que iria influenciar profundamente a forma como os problemas financeiros seriam abordados teoricamente nas cinco décadas subseqüentes. O artigo de Modigliani e Miller (1958), popularmente conhecido como “M&M”, é internacionalmente reconhecido como o marco fundamental da moderna teoria de finanças. Nada mais oportuno, portanto, do que celebrar o cinquentenário da publicação dessa obra seminal a partir de uma reflexão sobre a contribuição desses autores, sua herança, seus reflexos para a produção acadêmica brasileira, bem como as suas tendências. Dentro desse espírito, a *RAE-revista de administração de empresas* traz um fórum especialmente dedicado a esse tema. O resultado dessa iniciativa é apresentado a seguir.

O TEOREMA DE MODIGLIANI & MILLER: GÊNESE E CONTRIBUIÇÃO

Conforme aponta Terra (2008) em seus estudos, em 1956, Franco Modigliani (1918-2003) lecionava um curso avançado sobre “Moeda e Macroeconomia” no Departamento de Economia da Escola Superior de Administração Industrial do Instituto Carnegie de Tecnologia (atualmente Universidade Carnegie Mellon) em Pittsburgh. Um dos tópicos desse curso tratava do custo de capital como determinante do investimento. Ao preparar essa aula, Modigliani

rascunhou uma prova para um teorema que até então parecia absurdo: o custo de capital era indiferente ao nível de endividamento da empresa. Mesmo cético quanto ao que propusera, Modigliani, ao apresentar seu raciocínio em aula, pediu aos alunos que o ajudassem a identificar onde estava o “erro”. Entre eles estava seu colega Merton Howard Miller (1923-1997) como ouvinte. Miller imediatamente percebeu a importância da “descoberta” de Modigliani e juntou-se a ele na elaboração em profundidade do que viria a se tornar um teorema clássico.

Para desenvolvê-lo, Modigliani e Miller estabeleceram um conjunto de pressupostos simplificadores da realidade (ao qual Miller se referia como o “mundo ideal dos economistas”), entre os quais estavam a ausência de impostos, de custos de transação, de custos de falência e de *spread* de taxa de juros para aplicação e financiamento, havendo simetria de informações e capacidade ilimitada de financiamento para empresas e indivíduos. Nesse mundo idealizado, existiria alguma combinação entre capital próprio e de terceiros que minimizaria o custo de capital da empresa e, conseqüentemente, maximizaria o seu valor? Até então, no mundo acadêmico, acreditava-se que, dado o custo mais baixo do capital de terceiros em relação ao capital próprio, aumentar o endividamento da empresa deveria logicamente reduzir o custo médio ponderado de capital, pelo menos até certo ponto. O ponto de inflexão do custo médio ponderado de capital seria, então, o nível ótimo de endividamento para uma empresa.

Alicerçando seu raciocínio na Teoria Econômica tradicional, M&M demonstraram que a racionalidade eco-

nômica não permitiria que isso acontecesse. Usando o argumento simples da arbitragem de um investidor maximizador de riqueza (“lei de um só preço”), eles provaram a sua Proposição I: o valor de uma empresa alavancada deveria ser igual ao de uma empresa não alavancada. Se assim não fosse, sempre seria possível ao investidor obter ganhos livres de risco (arbitragem), vendendo os títulos da empresa supervalorizada e comprando os títulos da empresa subvalorizada, sendo que o efeito agregado da oferta e da demanda acabaria por equalizar os valores das duas empresas. Em seguida, apresentaram sua Proposição II: o custo do capital próprio seria uma função linear do nível de endividamento da empresa. Ou seja, para que o custo médio ponderado de capital permanecesse constante como sugerido pela Proposição I, seria necessário que o custo do capital próprio aumentasse proporcionalmente à redução ensejada pelo maior uso de capital de terceiros. Finalmente, os autores apresentam sua Proposição III: uma empresa deverá investir em projetos que ofereçam um retorno esperado igual ou superior ao seu custo de capital, ou seja, o determinante do valor de uma empresa é a sua política de investimentos e não sua política de financiamento, e, sendo assim, uma é totalmente independente da outra.

M&M mudaram radicalmente a forma como eram pensados os problemas financeiros até então, principalmente por aplicar um raciocínio econômico rigoroso que levava a conclusões que contrariavam o senso comum então vigente. Os autores refinariam essa mesma linha de argumentação ao aplicá-la à questão da política de dividendos alguns anos depois (MILLER e MODIGLIANI, 1961). Ainda mais importante, o teorema de M&M insere-se perfeitamente dentro dos princípios da economia financeira estabelecidos por Irving Fisher (1930) no início do século XX, enquadrando as Finanças Corporativas precisamente no corpo de conhecimento da economia neoclássica. Seu artigo lançou ainda as sementes para várias idéias que viriam a ser desenvolvidas em profundidade em anos subseqüentes, tais como: precificação por arbitragem; eficiência de mercado; efeito clientela; opções reais; entre outras. A maior contribuição de M&M, entretanto, foi delimitar nitidamente o objeto de estudo de Finanças, qual seja: as decisões de investimento e financiamento da firma. Essas seriam tão independentes umas das outras quanto a decisão de consumo de um indivíduo o é da sua renda (conhecida em economia como a “separação de Fisher”). A partir daí, os pensadores da área tiveram um alicerce sólido para desenvolver suas teorias dentro de um corpo unificado de conhecimentos.

Como todo autor de obra que abre novos caminhos e

estabelece novos paradigmas, M&M foram submetidos a severas críticas nos anos subseqüentes à publicação de seu artigo. Essas críticas podem ser divididas em dois grupos: 1) aquelas que apontavam um equívoco dos autores no artigo original ao afirmarem que o processo de arbitragem forçaria a equivalência dos valores das empresas mesmo sob existência de impostos; e 2) aquelas que refutavam seus resultados baseadas na inverossimilhança dos pressupostos necessários para alcançá-los. O primeiro grupo de críticas estava correto, e, em 1963, os autores publicaram uma correção ao seu artigo original, reconhecendo seu equívoco (MODIGLIANI e MILLER, 1963). Na verdade, mesmo a errata de 1963 ainda continha alguns resultados equivocados (como a utilização da taxa livre de risco para avaliação do valor das empresas). Essas incorreções viriam a ser definitivamente resolvidas em Miller (1977). Já o segundo grupo de críticas perde o foco da contribuição original de M&M. Não é porque os pressupostos do modelo não se verificam no mundo real que devem ser desprezados. Pelo contrário, ao apontar em que condições a estrutura de capital é irrelevante, a sua grande contribuição está justamente no fato de lançar luz sobre os aspectos que devem ser cuidadosamente estudados em situações mais realistas.

Nas décadas subseqüentes, novas direções foram dadas ao estudo do problema da estrutura de capital das empresas, acrescentando outras restrições da realidade ao modelo simples de M&M (JENSEN e MECKLING, 1976; MYERS, 1977; MYERS, 1984; MYERS e MAJLUF, 1984; JENSEN, 1986; entre outros). Essas contribuições permitiram aprofundar e refinar o entendimento dos fenômenos reais, a partir do que fora estruturado por M&M havia 50 anos.

A ORGANIZAÇÃO E O CONTEÚDO DESTA FÓRUM

A chamada de trabalhos para o Fórum Cinquentenário de Modigliani & Miller se encerrou no final de fevereiro de 2008 com 13 artigos submetidos. Desses, nove entraram no processo de *double blind review*, sendo cinco aprovados para a segunda rodada. Após se realizarem os aperfeiçoamentos sugeridos pelos avaliadores e organizadores, três desses artigos foram selecionados e passam a compor a presente edição da RAE.

Esses artigos refletem o estado-da-arte da pesquisa em Finanças Corporativas no Brasil sob o paradigma de M&M e exploram uma gama relativamente ampla de temas inspirados pelo *insight* original de M&M: a aplicabilidade dos seus teoremas em mercados emergentes; o papel do con-

trolador sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras; e a agregação de valor nessas empresas proporcionada por atividades de *hedging* com derivativos.

Afinal, há evidência empírica de que as hipóteses de M&M confirmam-se para os mercados emergentes? Ricardo Pereira Câmara Leal, em artigo intitulado “Estrutura de capitais comparada: Brasil e mercados emergentes”, revisa os principais trabalhos dos anos 1980 até os mais recentes, concluindo que as empresas em países emergentes alavancam-se menos que seus pares em países mais desenvolvidos. Aspectos inerentes do país (acesso ao mercado de capitais, crédito bancário, questões laborais e maior proteção de crédito) são fatores importantes na determinação de uma maior alavancagem financeira. Com a globalização, há evidências de que as empresas têm se endividado mais e com um maior prazo. Ao final, o autor destaca que as empresas com maior dificuldade financeira tendem a endividar-se menos do que aquelas que possuem melhor desempenho, corroborando, de certa forma, as idéias de Myers (1977). A partir das evidências empíricas revistas, o autor confirma parcialmente as hipóteses de M&M.

Rodrigo Oliveira Soares e Gilberto de Oliveira Kloeckner, em “Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador”, examinam se a presença de um controlador influencia a estrutura de capital. Em particular, analisam dois fatores determinantes: (a) o papel do credor como monitor e (b) a participação do controlador no capital da empresa introduzindo uma análise da relação custo–benefício entre expropriar hoje os minoritários *versus* futuras emissões/fluxo de caixa futuro. Os resultados mostram que as empresas de controle definido tendem a ter menor alavancagem, evidenciando o papel positivo do credor como monitor. Por outro lado, quando esse controlador possui um relativamente “alto” direito ao seu fluxo de caixa, ele se beneficia igualmente pela maior alavancagem, contrabalançando o resultado anterior.

Finalmente, José Luiz Rossi Júnior investiga o uso de derivativos e seu impacto sobre o valor das empresas brasileiras de 1996 a 2006, no artigo denominado “A utilização de derivativos agrega valor à firma? Um estudo do caso brasileiro”. A utilização de derivativos pelas empresas é um tema bastante estudado na literatura de Finanças Corporativas, principalmente devido ao rápido crescimento do mercado de derivativos nas últimas décadas. No entanto, apesar da rapidez de tal evolução, os trabalhos ainda não alcançaram um consenso se a utilização de derivativos agrega ou não valor ao acionista. Os resultados dessa pesquisa indicam que a utilização de derivativos agrega valor às firmas brasileiras e corrobora

ram a hipótese de que a política financeira das empresas exerce um impacto sobre o seu valor. O estudo mostra também que, além da utilização de derivativos, fatores como tamanho, alavancagem, lucratividade, liquidez, oportunidades de investimento, diversificação industrial e multinacionalidade também exercem impacto sobre o valor das firmas.

Em suma, a realização deste fórum não seria possível sem a crucial colaboração de um dedicado grupo de avaliadores que generosamente doou seus esforços para atender ao estreito cronograma de publicação estabelecido pelos organizadores e pelo editor. Por isso agradecemos a Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi (IBMEC-SP), Cesário Lameiras Rodrigues Mateus (University of Greenwich Business School), Rafael Felipe Schiozer (FGV- EAESP) e Ricardo Dias de Oliveira Brito (IBMEC-SP) pelas suas inestimáveis contribuições.

REFERÊNCIAS

- FISHER, I. *The theory of interest as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. New York: The Macmillan Company, 1930.
- JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-339, 1986.
- JENSEN, M; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- MILLER, M. H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.
- MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.
- MYERS, S. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.
- MYERS, S. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- MYERS, S, MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- TERRA, P. R. S. Comentário. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 5, n. 2, p. 154-155, 2008.