

DO THE CAPITAL STRUCTURE THEORIES APPLY TO THE FINANCIAL INSTITUTIONS?

AS TEORIAS DA ESTRUTURA DE CAPITAL SE APLICAM ÀS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS?

Alexandre Franco De Godoi

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Doutorando em Administração e Mestre em Ciências Contábeis e Atuariais pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – São Paulo-SP. – Brasil
E-mail: godoi_franco@hotmail.com

José Odílio Dos Santos

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Livre Docente em Administração (Finanças) pela USP; Pós-Doutorado em Administração (Finanças) pela USP; Doutorado em Administração (Finanças) pela EAESP FGV-SP e Mestrado em Administração (Finanças) pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – São Paulo-SP. – Brasil
E-mail: j.odalio@pucsp.br

Valéria Regina Bertoncelo

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Mestranda em Administração pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – São Paulo-SP. – Brasil
E-mail: valrbertoncelo@hotmail.com

ABSTRACT

The capital structure is one of the most subject studied and considered controversial in the Corporate Finance Theory. Much of the theoretical-empirical studies developed were in different industry segments, with approach to making funding decisions by its managers. In particular financial institutions, there is some shortage of these studies. With this, we question: Do the Capital Structure Theories existing are applicable in the review process of the financial leverage of financial institutions face the specific characteristics of this segment? The exemplification is that the financial intermediation activities are subject of the regulators supervision, mainly in their level of operational limits weighed the risks of transactions. The segment specificity leads to constant search for the optimum capital structure therefore of transaction leverage levels, risks assumed and expected returns. There is evidence of applicability of the determinants of capital structure for financial institutions, especially those related to regulatory requirements of Basel and capture of deposits. In addition, there is no conclusive studies others. The theories developed so far, added strategic variables; macroeconomic and industry-specific may be applicable to financial institutions. This theoretical essay aims to synthesize the theories of capital structure, analyze the results and their application in other industry segments such as financial institutions.

Keywords: Capital Structure in Financial Institutions, Financial Leverage, Debt

RESUMO

O tema estrutura de capital é um dos mais controversos e estudados na Teoria de Finanças Corporativas. Grande parte dos estudos teóricos-empíricos são desenvolvidos em diversos segmentos de indústrias, com abordagem sobre tomada de decisões de financiamento por seus administradores. Em especial às instituições financeiras, há certa escassez destes estudos. Com isto, questiona-se: As teorias existentes sobre estrutura de capital são aplicáveis no processo de análise da alavancagem financeira das instituições financeiras face as características singulares deste segmento de negócio? Exemplifica-se que as atividades de intermediação financeira são supervisionadas por órgãos reguladores, principalmente no seu nível de limites operacionais ponderados aos riscos das transações. A especificidade do segmento leva a constante busca pela estrutura ótima de capital, consequentemente, dos níveis de alavancagem das operações, riscos assumidos e retornos esperados. Há evidências de aplicabilidade dos determinantes da estrutura de capital às instituições financeiras, principalmente, aqueles relacionados a requerimentos regulatórios da Basiléia e da captação à vista dos depósitos. Também, há outros estudos não conclusivos. Acredita-se que as teorias até então desenvolvidas, adicionadas variáveis estratégicas, macroeconômicas e específicas do setor possam ser aplicáveis às instituições financeiras. Este ensaio teórico tem por objetivo sintetizar as teorias sobre a estrutura de capital, analisar os resultados obtidos e sua aplicabilidade em outros segmentos de indústria, como as Instituições Financeiras.

Palavras chave: Estrutura de Capital nas Instituições Financeiras, Alavancagem Financeira, Endividamento

INTRODUÇÃO

Pode-se considerar o estudo da estrutura de capital como um dos temas mais controversos e pesquisados em Teoria de Finanças Corporativas. Sua importância pode ser explicada por ainda não ser possível dar respostas concretas em relação à existência de uma teoria abrangente e a melhor composição entre a utilização de recursos oriundos de fontes do capital próprio e de fontes do capital de terceiros para os mais variados tipos de organizações em diferentes setores econômicos.

As teorias que abordam sobre esse tema foram construídas no contexto de ambientes econômicos desenvolvidos, especificamente o ambiente norte-americano. Embora suas origens pareçam indicar para a segunda parte do século XX, até aos dias atuais esse tema ainda é objeto de diversas discussões pelos pesquisadores em finanças. Portanto, não se verifica ainda um consenso definitivo dado a heterogeneidade dos resultados empíricos e teóricos que são apresentados.

Diversas abordagens que procuram explicar como as empresas tomam suas decisões de financiamentos podem ser observadas na teoria construída desde então. Desse modo, ao trabalhar com pesquisas nesta área, uma organização cronológica e sistemática do conhecimento produzido, torna-se útil ao pesquisador na construção de sua abordagem teórica.

As contribuições teóricas sobre a estrutura de capital que podem ser consideradas como sendo os pilares desta teoria são os trabalhos desenvolvidos por Durand (1952) e os de Modigliani e Miller (1958, 1959 e 1963). Outros trabalhos trouxeram significativas contribuições nesta área, tais como os de Jensen e Meckling (1976), Myers (1977), Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Marsh (1982), Myers (1984), Myers e Majluf (1984), Jalilvand e Harris (1984), Brander e Lewis (1986), e Harris e Raviv (1991).

Eventualmente, algumas pesquisas podem ter sido mais difundidas em relação às outras, questão esta que este ensaio teórico não pretende discutir e tampouco esgotar totalmente as discussões sobre as teorias desenvolvidas. Um ponto de questionamento que pode ser levantado é em relação aos possíveis motivos que levam grande parte dos estudos empíricos que testam as teorias existentes, ou procuram identificar os fatores determinantes da estrutura de capital, ser desenvolvidos sobre empresas não financeiras, abrangendo os mais variados segmentos econômicos e nacionalidades.

Isso possibilita então questionar se as teorias que abordam a estrutura de capital e os possíveis fatores determinantes poderiam ser aplicáveis na análise da alavancagem financeira das Instituições Financeiras, caracterizando-se como a motivação maior para o desenvolvimento deste ensaio teórico.

Assim, considerando que o estudo deste tema ainda não está totalmente explorado, havendo vasto campo para desenvolvimento de novas pesquisas, este ensaio teórico tem por objetivo analisar as principais teorias acerca da estrutura de capital, apresentando a trajetória percorrida em sua evolução e as contribuições desenvolvidas. Procura-se ainda levantar alguns pontos para reflexão em relação à aplicabilidade destas teorias e de seus fatores determinantes para as Instituições Financeiras.

Martelanc (2010) comenta que o ensaio trata-se de um artigo conceitual que permite uma exposição de forma lógica e coerente em sua argumentação. Para que o objetivo proposto possa ser alcançado, este ensaio teórico apresenta a seguinte estruturação: após uma breve introdução são apresentadas as teorias desenvolvidas sobre a estrutura de capital considerando-se duas grandes correntes, sendo a teoria tradicionalista e a moderna teoria; dentro da própria corrente da moderna teoria são apresentados os principais estudos que contribuíram para a evolução da teoria; em seguida trata-se do processo de intermediação financeira e dos acordos de Basiléia como sendo as exigências mínimas de capital próprio previsto para as Instituições Financeiras; por fim apresentam-se evidências empíricas e teóricas de algumas pesquisas realizadas em que se discutem a aplicabilidade das teorias sobre a estrutura de capital para as Instituições Financeiras, as considerações finais e as referências que apoiaram o desenvolvimento deste trabalho.

2. AS TEORIAS DESENVOLVIDAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

Essas teorias foram construídas em conjunto com inúmeras pesquisas empíricas com o propósito de identificar quais fatores seriam potencialmente determinantes da estrutura de capital nas organizações. Duas principais linhas teóricas podem ser identificadas, sendo: (i) a teoria tradicionalista – conhecida como teoria convencional e representada por Durand (1952); e (ii) a moderna teoria – que teve origem a partir do trabalho de Modigliani e Miller (1958).

Famá e Grava (2000) propõem uma classificação das teorias sobre estrutura de capital durante seu período de evolução em três grandes fases. A primeira fase, denominada de abordagem clássica, contempla o período que tem início com os próprios estudos na área de finanças se estendendo até a década de 1950, período no qual a noção intuitiva da existência de risco não era acompanhada de um instrumental analítico adequado para tratá-lo. Um dos trabalhos seminais nesta fase foi o desenvolvido por Durand (1952).

Na segunda fase, a incerteza passou a ser considerada nos estudos desenvolvidos. Esta fase da incerteza dos fatos teve seu início associado ao trabalho de Markowitz (1952), o qual muito embora sua contribuição não possa relacionar-se de maneira direta com a estrutura de capital, possibilitou considerar as empresas como sendo um portfólio de ativos, independente da forma como os investidores a financiavam. Pela primeira vez, é feita uma abordagem sobre o risco como variável aleatória bem definida e a forma como risco e retorno se comportavam quando ativos diferentes eram adicionados à mesma carteira.

A terceira fase se desenvolveu a partir da década de 1970, simultaneamente e complementando a fase da incerteza dos fatos, sendo caracterizada pela inclusão de variáveis de caráter comportamental como os conflitos de agência e assimetria de informações no estudo das decisões sobre estrutura de capital. Os principais trabalhos desta fase são os de Jensen e Meckling (1976), Ross (1977) e Myers e Majluf (1984).

Muitos avanços ocorreram desde os estudos iniciais sobre a estrutura de capital que consideraram pressupostos de mercados perfeitos até os novos estudos da moderna teoria desenvolvidos em um mercado considerado com imperfeições. Neste último, há a influência dos impostos, existência de assimetria de informações e de custos de agência e de falência. Ademais, diversos estudos empíricos também se desenvolveram objetivando identificar os principais fatores determinantes da alavancagem financeira nas empresas.

2.1 A Teoria Tradicionalista

A abordagem das teorias sobre estrutura de capital inicia-se com o trabalho desenvolvido por Durand (1952), considerado o principal representante desta teoria tradicionalista. Esta teoria defende que a composição da estrutura ótima de capital maximiza o valor da empresa e reduz o seu custo de capital.

Durand (1952) questiona as decisões racionais tomadas pelos gestores relacionadas ao endividamento da empresa, alertando para a existência de interesse por decisões de captação de recursos a partir de outros meios de financiamentos, em prejuízo ao uso de recursos das fontes de capital próprio, como por exemplo, a emissão de ações. A utilização de maiores níveis de endividamento pelas empresas em sua estrutura de capital deve-se ao fato da manutenção dos custos em um determinado limite da composição desta estrutura. Aquém disto, sofrem elevações em razão dos riscos de falência.

Posteriormente ao trabalho de Durand (1952), o estudo de Modigliani e Miller (1958) contrapôs a teoria tradicionalista através da abordagem da irrelevância da estrutura de capital no valor da empresa, ocasionando extensas discussões entre os teóricos da época e marcando o início das pesquisas na moderna teoria de finanças.

2.2 A Moderna Teoria

Esta corrente teórica inicia-se com as contribuições de Modigliani e Miller, desenvolvidas entre o final da década de 1950 e início da década de 1960. É a partir destes estudos, que as discussões sobre a estrutura de capital foram intensificadas, dando origem a pesquisas com os mais diversos questionamentos e que persistem até os dias atuais.

2.2.1 A Irrelevância Da Estrutura De Capital

Modigliani e Miller (1958) ao admitirem alguns pressupostos restritivos – mercados de capitais perfeitos, ausência de impostos, ausência de custos de falência, ausência de custos de agência, ausência de assimetria de informações e ausência de crescimento de fluxo de caixa nas empresas – estando as empresas expostas a um mesmo risco, propuseram a irrelevância da estrutura de capital no valor da empresa, não existindo uma estrutura ótima que possibilitasse maximizar seu valor. Portanto, independente das fontes de captação de recursos para financiamento dos investimentos, seja por meio do capital próprio ou do capital de terceiros, a empresa não teria seu valor alterado. Qualquer que seja os níveis de endividamento na empresa manteria seu custo de capital constante, não havendo uma estrutura ótima de capital.

Em seu estudo Modigliani e Miller (1958) apresentam as Proposições I, II e III. Miller (1998) comenta que essas proposições formuladas derivam de pressupostos restritivos aceitos. São eles considerados as premissas básicas que justificam o modelo, mostrando sob quais condições a estrutura de capital pode ser considerada irrelevante.

Pela Proposição I, a forma como a empresa define suas políticas de financiamentos para a estrutura de capital seria irrelevante para o valor da empresa. Seu valor de mercado seria independente de tais decisões, pois quaisquer decisões quanto às formas de financiamentos proporcionariam para a empresa o mesmo resultado em seu valor.

Na Proposição II, considera-se que o retorno esperado para uma ação relaciona-se de forma positiva com o nível de endividamento na empresa. Um maior endividamento faz com que os acionistas percebam a existência de um maior risco financeiro assumido na empresa, e assim venham a alavancar os retornos exigidos para seu capital próprio, o que faz com que o custo de capital total do negócio não possa ser reduzido apenas substituindo-se o financiamento com capital próprio pelo uso de capital de terceiros.

De acordo com a Proposição III, uma empresa visando à maximização de valor para seus acionistas, tende a explorar oportunidades de investimentos em que a taxa de retorno seja superior a taxa de capitalização esperada, segundo seus critérios aceitos para avaliação das decisões de investimentos. Desse modo, as decisões que envolvem as políticas de investimentos da empresa seriam independentes de suas decisões relacionadas às políticas de financiamentos adotadas. Assim, a maximização de valor para os acionistas não seria possível por meio da estrutura de capital e das decisões relacionadas com as políticas de financiamentos.

Embora as proposições iniciais de Modigliani e Miller não satisfaçam as particularidades do mundo real – no qual se constata a existência de imperfeições de mercado que podem alterar o valor da empresa –, suas contribuições possibilitaram o desenvolvimento de outras teorias na área de finanças corporativas capazes de explicar como as empresas se comportam em relação às decisões envolvendo a determinação da estrutura de capital.

2.2.2 O Benefício Fiscal Da Dívida Sobre A Estrutura De Capital

Modigliani e Miller (1963) reconheceram algumas limitações do seu primeiro estudo e propuseram uma flexibilização das premissas utilizadas, como a incorporação do efeito dos impostos na estrutura de capital. Esse fator favorece o financiamento da empresa com fontes de recursos do capital de terceiros em detrimento ao uso de capital próprio, dado o benefício fiscal gerado pela dedução dos juros da dívida sobre o lucro tributável das empresas para fins de apuração dos tributos sobre o lucro – no Brasil, há incidência sobre o lucro das empresas do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

Esse benefício fiscal é associado à utilização de dívidas na estrutura de capital, possibilitando uma redução do custo médio ponderado de capital da empresa. Isto sinaliza para a existência da estrutura ótima de capital que pode ser utilizada para agregar valor à empresa. No entanto, isto somente seria possível se a utilização de endividamento na estrutura de capital fosse a níveis moderados, pois o excesso traria altos custos face à elevação da alavancagem financeira, consequentemente, geraria riscos de falência e custos de dificuldades financeiras, anulando todos os benefícios fiscais.

2.2.3 A Teoria Baseada Nos Custos De Agência

Jensen e Meckling (1976) propuseram a inclusão de variáveis comportamentais dos agentes tomadores de decisão no estudo da estrutura de capital. Em sua proposta são agrupados os custos de agência da empresa, o comportamento gerencial e a estrutura de propriedade. Esses autores abordam que as relações entre acionistas, gestores e credores que se desenvolvem nas empresas provocam conflitos que repercutem sobre seu valor.

Estes conflitos são conhecidos como conflitos de agência e originam os custos de agência. Eles passam a ser identificados com o surgimento das corporações modernas, nas quais há uma pulverização da estrutura de propriedade, especialmente para as empresas que optam pela abertura de seu capital.

A separação de papéis entre o gestor e o proprietário da empresa leva o acionista, denominado de principal, a optar pela contratação de um executivo, o agente, com o intuito de que este tome decisões durante o processo de gestão na organização visando atender aos interesses do principal. Como há interesses distintos entre as partes, as decisões tomadas pelo agente poderão não atender aos interesses do principal e em função destes conflitos de interesses têm origem os custos de agência sobre o capital próprio dos acionistas.

A composição pela empresa de uma estrutura de capital com maiores níveis de endividamento dá origem também a conflitos de interesses entre os acionistas e credores, estes últimos aqueles que fornecem recursos para as empresas sem deter o controle quanto sua aplicação. Uma forma de conflito está na mudança de postura dos acionistas diante dos riscos, passando a ter preferência por investimentos de riscos mais elevados naquelas situações em que a empresa apresente algum tipo de dificuldade financeira.

Isso ocorre pelo fato de haver uma apropriação pelos acionistas do lucro residual após todos os custos fixos relacionados à dívida terem sido pagos, e sua responsabilidade estar limitada ao capital aportado no negócio. Os credores para se protegerem deste comportamento dos acionistas incorporam custos de agência da dívida nos encargos financeiros exigidos nestes empréstimos.

Para Jensen e Meckling (1976), segundo a teoria de agência, o endividamento influencia de maneira diferente o custo de agência do capital próprio e o custo de agência do capital de terceiros. O endividamento pode minimizar os custos de agência ao reduzir os fluxos de caixa disponíveis para implementação de estratégias pela empresa que tenham por objetivo atender aos interesses próprios dos gerentes, como por exemplo, a concessão de privilégios beneficiando a si mesmos. Isso os tornariam mais cautelosos em suas estratégias, assegurando que suas decisões sejam no sentido de procurar a maximização de valor para a empresa e a riqueza do acionista. Para Perobelli *et al.* (2005) a estrutura de capital pode atuar como meio para disciplina da dívida na empresa, ao se referir a cláusulas restritivas inseridas nos contratos de financiamento que impedem que recursos livres sejam investidos de forma subótima pelos acionistas controladores e gestores.

2.2.4 Static Tradeoff Theory

Myers (1977) propõem a *Static Tradeoff Theory* para discutir as decisões sobre a estrutura de capital nas empresas. Segundo essa teoria, as empresas movem-se em direção de uma estrutura de capital previamente determinada, buscando uma relação dívida-valor considerada ótima, possível de se obter no ponto de equilíbrio entre custos e benefícios fiscais com a utilização do endividamento como fonte de recursos.

Dentro de determinados níveis de endividamento aceitáveis na empresa, pode ser considerada irrelevante a possibilidade de falência, porém com um maior endividamento, há uma probabilidade crescente e o surgimento de custos que estão associados à falência.

Desse modo, com uma maior participação do capital de terceiros nas decisões acerca da estrutura de capital, ocorre uma elevação do potencial de riscos associados às dificuldades financeiras, ocasionando maiores custos para a captação destes recursos e o surgimento dos custos de falências, o que torna o endividamento não mais interessante como forma de financiamento, sendo necessário recorrer a fontes alternativas de recursos.

A *Static Tradeoff Theory* preconiza que há uma tendência das empresas a buscar o nível de endividamento considerado ótimo, possível de ser alcançado caso não houvesse os custos de transações e nem a questão da assimetria de informações. Essa estrutura de capital considerada ótima é possível de se alcançar quando os custos marginais que estão associados à falência equiparam-se aos benefícios fiscais marginais decorrentes de maiores níveis de endividamento na empresa. Desse modo, segundo essa teoria, as empresas procuram primeiramente a utilização das fontes de recursos mais baratas em maiores volumes, aumentando marginalmente as demais, até um nível em que o custo marginal de captação de fundos ultrapasse o ganho marginal gerado.

Dentre os preceitos básicos da *Static Tradeoff Theory*, maiores lucros levam a um maior endividamento devido ao benefício fiscal da dívida. Admite-se então que a lucratividade está positivamente relacionada à alavancagem financeira. Segundo Frank e Goyal (2003), quando as empresas apresentam lucros suas dívidas são pagas, mas os elevados custos fixos que estão relacionados às novas dívidas emitidas levam a estrutura de capital ser ajustada apenas periodicamente. Como esse ajustamento não ocorre imediatamente, espera-se assim uma relação negativa entre a lucratividade e a alavancagem financeira. Fama e French (2004) comentam que estando a lucratividade e o endividamento com terceiros relacionados negativamente, são dados motivos suficientes para que a *Static Tradeoff Theory* seja descartada, provando que ela já está superada.

2.2.5 A Teoria Da Sinalização

Essa teoria desenvolvida com os estudos de Ross (1977) e Leland e Pyle (1977) trata da incorporação de efeitos no mercado dada a existência de assimetria de informações.

Ross (1977) contribuiu com a introdução de custos de falência e a sinalização assimétrica ao mercado. Dado os altos custos relacionados à falência, os investidores aceitam como sinal de qualidade os níveis de alavancagem financeira das empresas, pois novas dívidas emitidas sinalizam para os investidores uma informação positiva em relação à empresa sobre seus negócios. Ao contrário, se emitidas novas ações, dada a informação assimétrica entre gestores e investidores, isso sinaliza informação negativa.

Leland e Pyle (1977) abordam que o fato do empreendedor possuir conhecimento diferenciado da situação do negócio, ele pode considerar a melhor composição na estrutura de capital entre o capital próprio a ser retido e o

capital de terceiros, objetivando maximizar sua utilidade própria. Essa decisão passa a ser interpretada pelo mercado como sinalizador do futuro dos investimentos na empresa.

Harris e Raviv (1991) abordam que as decisões acerca da estrutura de capital possibilitam ser usadas para sinalizar aos investidores externos a respeito de informações que detêm os administradores, possibilitando reduzir a assimetria informacional. Ao optar pelo uso do endividamento como fonte de financiamento para os novos investimentos, a empresa sinaliza ao mercado que sua administração acredita que suas ações estão subavaliadas, o que representa um sinal positivo ao mercado, pois toda a riqueza gerada pelo novo investimento será absorvida pelos atuais acionistas.

Ao contrário, caso a empresa decidisse por emitir ações, devido a existência de assimetria de informações, isso poderia levar a uma perda de valor da empresa aos seus acionistas atuais, pois novos projetos poderiam não ser avaliados corretamente pelo mercado, ocasionando uma subavaliação das novas ações emitidas o que levaria à uma transferência de riqueza dos antigos acionistas para os novos acionistas.

Portanto, as decisões envolvendo a estrutura de capital sinalizam ao mercado informações sobre as fontes de recursos utilizadas pelas empresas para financiamento de seus investimentos e, dependendo de sua interpretação, podem ocasionar aumento ou redução no custo de capital do negócio.

2.2.6 Pecking Order Theory

Myers (1984) propôs a *Pecking Order Theory* como resultado de estudos realizados sobre assimetria de informações. Para esta teoria, há uma hierarquia de preferência nas fontes de recursos para financiamentos que empresas de modo geral obedecem ao estabelecer a composição da estrutura de capital. Em primeiro lugar, há uma preferência por utilizar recursos gerados internamente – os lucros retidos. Justifica-se essa escolha pelo fato dos recursos internos não apresentarem custos de transação, além da sinalização favorável que proporcionam ao mercado.

Em caso dos recursos gerados internamente não serem suficientes para o financiamento da estrutura de capital, a empresa optará por utilizar outras fontes externas de recursos. Inicia-se captando recursos externos de maior facilidade e menor custo, como o endividamento mediante emissão de novos títulos de dívidas – debêntures e títulos conversíveis. Somente como última opção as empresas optarão por fontes externas que apresentem maior dificuldade e custo – a emissão de novas ações.

Há uma discussão proposta por Chirinko e Singha (2000) nesta teoria em que se afirma admitir a forma forte e a forma semi-forte ou fraca. Na forma forte as empresas nunca recorrem à emissão de ações, fazendo uso exclusivo de recursos internos e endividamento. Já na forma semi-forte ou fraca admite-se até certo nível que ações possam ser emitidas, podendo isso ocorrer em duas situações: (i) nos casos em que a empresa necessita de uma reserva financeira para eventos futuros ainda não previstos; e (ii) quando por alguma razão a informação assimétrica deixa de existir momentaneamente e a empresa aproveita para realizar a emissão de novas ações considerando-se um preço justo.

Cabe ressaltar que esta teoria não rejeita totalmente a opção da empresa por emitir novas ações como fonte de recursos para financiamento. Fama e French (2002) abordam que é possível às empresas recorrerem à emissão de novas ações sem contrariar a *Pecking Order Theory*. Essa situação poderia ocorrer quando as empresas antecipassem um eventual cenário de necessidade de novos financiamentos externos para viabilização de projetos no futuro, para o qual não haveria possibilidade de uso de capital de terceiros, se considerada que sua capacidade de endividamento tenha sido excedida. Assim, pela eventual impossibilidade de contrair novas dívidas, as empresas poderiam emitir novas ações em um dado momento para ter condições de no futuro financiar seus novos projetos utilizando-se de um maior volume de dívidas como fonte de recursos.

2.2.7 Equity Market Timing (Windows of Opportunity)

A *Equity Market Timing* tem origem a partir dos trabalhos de Marsh (1982) e Jalilvand e Harris (1984), tendo sido influenciada por um cenário marcado por crises econômicas e de oscilações que envolveram as bolsas de valores e as taxas de juros.

Apresentou-se como sendo útil para a continuidade dos avanços na teoria da estrutura de capital. Pelo fato das teorias convencionais desenvolvidas não oferecerem naquela época uma interpretação suficiente sobre as decisões tomadas pelas empresas ao captarem recursos para financiamento das atividades e projetos, a *Equity Market Timing – Windows of Opportunity*, tratou de abordar que as decisões envolvendo a estrutura de capital seguem as

condições de mercado de forma oportunista, incorporando o comportamento adotado pelos gestores da empresa em relação ao valor de mercado e o valor patrimonial da empresa.

Nos momentos de alta proporção envolvendo o valor de mercado frente ao valor patrimonial contábil, as empresas optam pela emissão de mais ações. Já naqueles momentos em que há uma baixa relação do valor de mercado frente ao valor patrimonial, a opção seria pela recompra de ações. Assim, a estrutura de capital da empresa seria uma consequência acumulada desta tomada de decisões periódicas realizadas.

2.2.8 Interação Das Empresas Nos Mercados Competitivos De Produtos E Insumos

Na interação entre a estratégia em mercados competitivos de produtos e insumos e a estrutura de capital, a forma como é composto o endividamento das empresas pode-se considerar um instrumento estratégico que possibilita gerar vantagem competitiva. Aspectos como concorrência, decisões estratégicas e variáveis estruturais de mercados são elementos que passam a incorporar as decisões financeiras dos gestores.

Essa teoria aborda que qualquer alteração realizada sobre a estrutura de capital reflete as mudanças nas estratégias das empresas atuantes em mercados competitivos. Ou seja, as decisões sobre financiamento influenciam as estratégias adotadas pelas empresas e pelos seus competidores, bem como, as decisões sobre produção e preços nos mercados competitivos.

Como trabalho pioneiro nesta área pode-se identificar o estudo desenvolvido por Brander e Lewis (1986). Esses autores consideraram dois aspectos importantes: (i) o comportamento no mercado de produtos é influenciado quando há mudanças sobre a estrutura de capital nas empresas; e (ii) as modificações sobre a estrutura de capital nas empresas podem ser influenciadas por mudança de estratégia competitiva e das condições de mercado. Portanto, as decisões que envolvem a estrutura de capital nas empresas poderão variar conforme o tipo de mercado onde a empresa atua e depender da estrutura concorrencial e de seu grau de monopólio.

Essa corrente de estudo destaca que a teoria sobre a estrutura de capital passa então a enfatizar não apenas os problemas entre aqueles que atuam no interior da empresa – gestores e investidores, mas também implicações das decisões de financiamento sobre aqueles de fora da empresa – concorrentes e consumidores. Assim, nas decisões envolvendo a estrutura de capital passa a ser necessário considerar as variáveis do ambiente competitivo de atuação da empresa como elo entre estratégia e finanças.

2.2.9 A Participação E O Controle Corporativo E Sua Influência Na Estrutura De Capital

Os estudos realizados por Harris e Raviv (1988) e Stulz (1988) são as contribuições seminais nesta linha de pesquisa e tratam da ligação entre as decisões envolvendo a estrutura de capital e a participação e o controle corporativo. Consideram que as decisões que envolvem a estrutura de capital estão sujeitas à composição acionária dos controladores. A participação e o controle seriam determinantes na estrutura de capital das empresas, o que pode levar a existência de diferenças entre elas motivadas pelo tipo de controle exercido, superando assim motivações unicamente relacionadas à maximização de valor.

Tanto Harris e Raviv (1988) como Stulz (1988) tratam em seus estudos da habilidade que os administradores possuem de afetar o processo de tentativa de *takeover* (aquisição de controle) ao alterar sua participação no capital da empresa. Stulz (1988) comenta que empresas que estão mais expostas a uma possibilidade de *takeover*, tendem a apresentar maior endividamento. Harris e Raviv (1988) consideram que aumentando o nível de endividamento na empresa e como consequência maior risco de falência e restrições dos acordos de empréstimos, pode haver uma diminuição na probabilidade de se manter o controle. Empresas alvos de aquisição tendem a aumentar seu endividamento, sendo acompanhado por uma reação positiva pelo mercado no que diz respeito ao preço das ações negociadas.

2.2.10 Determinantes Da Estrutura De Capital

Acompanhando o desenvolvimento das teorias da estrutura de capital, outra abordagem desenvolvida se refere à identificação de fatores considerados como possíveis determinantes da alavancagem financeira nas empresas.

Dentre as diversas contribuições que procuraram identificar os possíveis determinantes da estrutura de capital, pode ser mencionada a pesquisa de Titman e Wessels (1988) como sendo considerada a principal nesta linha de abordagem. Neste trabalho os autores sinalizaram para oito *proxys* consideradas como possíveis determinantes da estrutura de capital, sendo: (i) composição de ativos; (ii) escudos fiscais não provenientes de dívidas; (iii) a oportunidade de crescimento; (iv) diferenciação dos produtos; (v) segmento industrial; (vi) tamanho; (vii) volatilidade dos lucros; e (viii) lucratividade.

Outros estudos sucederam este primeiro trabalho e, até aos dias atuais, continuam sendo objeto de testes empíricos, passando a considerar variáveis estratégicas, comportamentais específicas dos gestores, macroeconômicas, financeiras e aspectos relacionados às características do ambiente econômico e institucional dos países.

Algumas destas variáveis complementares utilizadas nos estudos como possíveis determinantes da estrutura de capital referem-se a: (i) índice de liquidez corrente; (ii) índice *market-to-book*; (iii) idade das empresas; (iv) *return on assets* (ROA); (v) política de dividendos; (vi) economia fiscal; (vii) programas de compensação para executivos; (viii) ativos tangíveis como forma de garantia; (ix) inflação ao consumidor; (x) poupança bruta; (xi) produto interno bruto; (xii) taxa de juros real; (xiii) *spread* de taxa de juros; (xiv) carga fiscal; (xv) oferta de crédito doméstico; (xvi) taxa de câmbio; entre outros.

2.2.11 A Contribuição De Harris E Raviv (1991)

Harris e Raviv (1991) sintetizaram a literatura de teorias sobre a estrutura de capital, ao examinarem mais de 150 artigos escritos durante a década de 1980, além dos clássicos da década de 1970. Os autores elaboraram uma análise destas teorias sob quatro perspectivas distintas, considerando os custos de agência, a assimetria de informações, as interações entre os mercados de produtos e insumos e o controle corporativo. Assim, propuseram a construção de modelos que representariam as possíveis dimensões que determinam a estrutura de capital, sendo representados por: (i) modelos baseados em custos de agência; (ii) modelos baseados no uso de informação assimétrica; (iii) modelos baseados na interação entre os mercados de produtos e insumos; e (iv) modelos baseados em considerações sobre controle corporativo.

Nos modelos baseados em custos de agência assume-se que a determinação da estrutura de capital está relacionada com os conflitos de interesses que envolvem acionistas e administradores e também acionistas e credores. Já nos modelos baseados no uso de informação assimétrica é tratado que, como os administradores ou algum outro tipo de *insider* detêm uma série de informações sobre as características da empresa que não são conhecidas pelos *outsiders*, a determinação da estrutura de capital servirá como sinal dos *insiders* para estes *outsiders*, ou também, poderá ser construída para mitigar influências causadas pela própria assimetria de informações existente. Quanto aos modelos baseados na interação entre os mercados de produtos e insumos, explora-se a relação existente entre os campos de finanças corporativas e a teoria microeconômica da organização industrial. Por fim, nos modelos baseados em considerações sobre controle corporativo é abordado que a emissão de ações ordinárias implica em atribuição de direitos de voto, diferente do que ocorre no caso da empresa optar pelo uso do endividamento em sua estrutura de capital.

3. A INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E OS ACORDOS DE BASILEIA

As Instituições Financeiras apresentam características específicas se comparadas com as demais empresas de segmentos não-financeiros. Seu objeto social está relacionado à intermediação financeira, que consiste em captar recursos juntos às unidades econômicas superavitárias e posterior repasse para as unidades econômicas deficitárias. A captação e os empréstimos de recursos são as atividades operacionais preponderantes deste setor gerando elevados níveis de alavancagem financeira.

Uma característica importante deste setor é a regulamentação governamental, principalmente pela natureza de seus serviços e dos custos sociais que podem decorrer no caso do encerramento de atividades de alguma instituição. Os riscos de intermediação financeira também afetam continuamente o desempenho destas Instituições, os processos decisórios de seus administradores e as estratégias de gestão de risco neste setor. Saunders (2000) considera estes riscos como: (i) risco da variação de taxa de juros; (ii) risco de mercado; (iii) risco de crédito; (iv) risco de operações fora do balanço; (v) risco tecnológico e operacional; (vi) riscos de câmbio; (vii) risco soberano; (viii) risco de liquidez; (ix) risco de insolvência; e (x) outros riscos.

Outra particularidade do setor financeiro diz respeito aos Acordos de Basileia que se referem a uma série de normas elaboradas pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia – entidade relacionada ao *Bank for International Settlements* (BIS). Este comitê tem por finalidade fortalecer a segurança de práticas financeiras no mercado internacional.

Os Acordos de Basileia tratam de exigências mínimas de capital próprio que obrigatoriamente deverão ser observados pelas Instituições Financeiras para prevenção contra possíveis riscos, como por exemplo, os riscos de crédito e os demais riscos pertinentes a este tipo de atividade. O capital próprio mantido dentro dos níveis exigidos – este um elemento que os Acordos de Basileia alcançam por meio de sua regulação em quase todos os países – tem como função suportar eventuais perdas inesperadas evitando assim que uma quebra ocasional de um banco possa vir a afetar outros mercados.

O primeiro acordo celebrado em Basileia na Suíça ocorreu em 1988 – o chamado Basel I. Em 2004 este acordo acabou sendo revisado, sendo editada uma nova estrutura para o acordo de Basileia – agora denominado de Basel II. Já em 2008, em resposta a crise econômica mundial, o Comitê de Supervisão Bancária de Basileia emitiu mais dois documentos conhecidos como Basileia II e meio.

Mesmo a estrutura prevista no Acordo de Basileia II, que já previa requerimentos de capital regulatório mais sensíveis ao risco, com revisão de fatores de ponderação de risco de crédito e inclusão de riscos de mercado e risco operacional, não foi suficiente para dar solidez necessária ao sistema financeiro e impedir práticas com operações mais arriscadas pelas Instituições Financeiras que acabaram levando à crise no sistema financeiro mundial no período entre 2008 a 2009.

Assim, em 2010 houve nova revisão neste acordo originando o Basileia III, determinando maiores exigências de capital mínimo regulatório para os bancos a fim de ampliar a capacidade de absorver eventuais perdas, resistir mais em cenários de dificuldades de liquidez e evitar crises sistêmicas similar à ocorrida em 2008. Este último documento foi revisto em 2011.

4. AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E A ESTRUTURA DE CAPITAL: AS TEORIAS EXISTENTES SERIAM APLICÁVEIS À ELAS?

A grande maioria dos estudos que envolvem a estrutura de capital exclui dos testes empíricos aquelas empresas classificadas como financeiras. Isso, certamente, deve-se pelas particularidades das atividades destas empresas e do próprio setor de atuação. Miller (1995) considera haver a possibilidade de aplicação das proposições desenvolvidas por Modigliani e Miller (1958) para as Instituições Financeiras. Para o autor, se considerado os depósitos à vista como sendo similares aos outros títulos corporativos de dívidas que as empresas realizam emissão, devido sua alta liquidez, menor risco e possibilidade de transferências sem maiores dificuldades, isso os tornam uma fonte de recursos de baixo custo para financiamento das operações nas Instituições Financeiras.

Como a atividade bancária apresenta características únicas como os seguros de depósitos e ainda, o papel regulatório exercido pelo Banco Central, além de credor em algumas situações, percebe-se um maior estímulo para que as empresas deste setor assumam maiores riscos e elevada alavancagem financeira sendo, portanto, necessária uma regulamentação mediante a exigência de níveis considerados mínimos de capital próprio para mitigar este possível tipo de comportamento.

Até o período em que se deu a crise sistêmica, mais conhecida como crise do subprime, as pesquisas realizadas sinalizavam como determinantes da estrutura de capital para as Instituições Financeiras aqueles requerimentos regulatórios previstos nos Acordos de Basileia I, Basileia II e os seguros de depósitos. Alguns estudos neste sentido podem ser identificados, os quais também são objetos de menção feita por Jucá (2011), tais como as pesquisas de Berger, Herring e Szegö (1995), Miller (1995), Mishkin (2000), Santos (2001), Harding, Liang e Ross (2006).

Gropp e Heider (2010) verificaram a influência dos requerimentos regulatórios na estrutura de capital como possíveis determinantes para as Instituições Financeiras. Para isso, os autores analisaram uma amostra de empresas financeiras americanas e europeias entre o período de 1991 a 2004, concluindo que os resultados indicaram para impactos capturados na estrutura de capital restritos ao Acordo de Basileia I, antes de se antecipar os efeitos do Acordo de Basileia II.

Ahmad, Ariff e Skully (2009) analisaram na Malásia durante os anos de 1995 a 2002 as instituições financeiras com o objetivo de validar a hipótese de pesquisa de que ao aumentar o nível de capital regulatório mínimo exigido, não haveria uma redução da probabilidade de falência dos bancos. Dentre as variáveis testadas os resultados indicaram para risco e capital próprio com tendo uma relação positiva. Neste sentido, ao aumentar o nível de capital próprio dentro da estrutura de capital para uma redução da alavancagem financeira, os bancos elevam os investimentos em carteiras de ativos que apresentam um maior risco para sua operação.

O estudo realizado por Octavia e Brown (2008) teve por objetivo analisar se na determinação do capital próprio das Instituições Financeiras os requerimentos previstos para o capital regulatório caracterizam-se como principal fator, além de verificar se os determinantes padrões utilizados na análise da estrutura de capital seriam capazes de explicar a alavancagem financeira nestas empresas. A amostra da pesquisa contemplou as Instituições Financeiras que operavam em países considerados em desenvolvimento entre os anos de 1996 a 2005 e os resultados indicaram para o risco dos ativos como sendo o fator que exerce efeito mais significativo na alavancagem financeira dos bancos, pois ao haver maior exposição ao risco, levaria a uma menor alavancagem financeira nas empresas deste

setor. Em relação aos requerimentos de capital mínimo previstos nos acordos de Basileia, estes não se caracterizaram como principal direcionador das decisões sobre a estrutura de capital dos bancos analisados.

Kleff e Weber (2008) analisaram vários tipos de Instituições Financeiras da Alemanha entre os anos de 1992 a 2001. Ao considerar que neste país os bancos apresentam um excedente de capital próprio superior ao exigido pelos Acordos de Basileia, procuraram analisar se o capital próprio destas empresas e o risco da carteira de ativos estariam relacionados negativamente em função dos depósitos de seguros e, relacionados positivamente, devido outros fatores. Os resultados não identificaram significância estatística envolvendo o capital próprio e o risco da carteira de ativos nas empresas que apresentaram elevado nível de excedente de capital. Também não foram identificadas evidências de estarem relacionados negativamente em função dos depósitos de seguros. Pela conclusão dos autores, o Acordo de Basileia I não poderia ser considerado como principal fator determinante na estrutura de capital destas empresas.

Outros fatores podem ser potencialmente explicativos para as decisões tomadas envolvendo a estrutura de capital nas Instituições Financeiras com excedente de capital próprio superior aquele mínimo regulatório exigido pelos Acordos de Basileia. Maffili e Souza (2007) abordam que as instituições financeiras possuem oportunidades de investimentos do mesmo modo que as empresas não financeiras, necessitando de financiamentos mediante a captação de recursos para a estrutura de capital através de fontes de capital próprio ou capital de terceiros. Neste sentido, sua administração envolve decisões relacionadas à determinação da estrutura ótima de capital feita de maneira dinâmica, atuando ativamente na captação de novos depósitos e na administração das necessidades de reservas. Desse modo, as teorias desenvolvidas sobre a estrutura de capital também podem ser aplicadas para as Instituições Financeiras.

Jucá (2011) comenta que nos trabalhos desenvolvidos por Brewer III, Kaufman e Wall (2008), Çaglayan e Sak (2010) e Romdhane (2010) os autores consideraram que a *Static Tradeoff Theory* possui aplicação para as Instituições Financeiras, pois se considerado o nível de capital mínimo regulatório inferior à estrutura ótima de capital das Instituições Financeiras, os acordos de Basileia não teriam efeito. Ao contrário, se houver exigências regulatórias que possam requerer um nível de capital próprio maior do que aquele apresentado na estrutura ótima de capital e os custos incidentes pelo não cumprimento destas exigências sejam considerados elevados, as Instituições Financeiras deverão manter em sua estrutura de capital um capital próprio suficiente para atender o mínimo regulatório exigido pelos acordos de Basileia.

Ao analisar a teoria baseada nos custos de agência, Kleff e Weber (2008) concluem que essa teoria também se aplica para as Instituições Financeiras. Neste estudo os autores abordam que quando os gestores não são os proprietários efetivos do negócio, eles têm uma preocupação com a ocorrência de possível falência, uma vez que poderia levar a perderem as posições ocupadas dentro destas empresas. Em função disto, quando ocorre uma elevação no risco das carteiras de ativos, os gestores procuram reduzir nas Instituições Financeiras a alavancagem financeira.

Em relação às evidências apresentadas nos estudos de Kleff e Weber (2008), Romdhane (2010) e Çaglayan e Sak (2010), os autores identificaram ser a *Pecking Order Theory* aplicável para as Instituições Financeiras. Essa teoria serve para justificar o fato de se reter um capital próprio superior aquele mínimo regulatório previsto nos Acordos de Basileia. De acordo com a *Pecking Order Theory*, a hierarquia de preferência nas Instituições Financeiras em relação às fontes de recursos para financiamento, busca primeiro utilizar a retenção de lucros gerados internamente, em seguida captar depósitos, posteriormente emitir outros tipos de dívidas e como último recurso ao esgotar sua capacidade de endividamento, emitir novas ações.

A questão de benefícios fiscais originados pelo endividamento na estrutura de capital e o surgimento de custos de dificuldades financeiras e falência discutidos por Modigliani e Miller (1963), por Myers (1977) e por Ross (1977) também podem ser observados nas Instituições Financeiras. Kleff e Weber (2008) abordam que essas empresas possuem incentivo próprio para limitar uma possibilidade de falência. Como o risco existente nas carteiras de ativos e os níveis de alavancagem financeira podem influenciar os custos de falência nas Instituições Financeiras, ao aumentar seu nível de risco e para evitar a possibilidade de falência, essas empresas tendem a aumentar a participação do capital próprio dentro da estrutura de capital.

Kwan (2009) aborda que pelo fato das Instituições Financeiras se tratarem de negócios especializados, a estrutura de capital sofre influência devido às condições específicas deste tipo de setor como, por exemplo, as regulamentações e o acesso a instrumentos de segurança governamentais. Para este tipo de setor, o governo exerce papel de credor na solução de determinadas situações envolvendo dificuldades financeiras.

Apoiando-se na *Static Tradeoff Theory* Jucá (2011) comenta que os instrumentos de segurança governamentais minimizam o custo das dificuldades financeiras nas Instituições Financeiras, e isso pode levar a uma maior alavancagem financeira se comparado às empresas não-financeiras. Segundo a autora, alguns analistas vêm nesse risco moral – tratado como a possibilidade do agente econômico alterar seu comportamento diante de diferentes contextos em que ocorre determinada transação econômica– um argumento favorável a uma supervisão bancária ativa e a regulação de capital como previsto nos Acordos de Basileia.

Octavia e Brown (2008) e Gropp e Heider (2010) abordam o efeito da pró-ciclicidade dos indicadores macroeconômicos como uma característica da indústria bancária. Como as Instituições Financeiras exercem fundamental papel dentro do sistema financeiro, indicadores referentes Produto Interno Bruto (PIB) e seu crescimento, a inflação e a volatilidade de retorno do mercado refletem as características do ambiente econômico em que essas empresas operam. Diante disso, pode-se afirmar que essas empresas estão mais expostas ao risco sistemático em relação àquelas que não pertencem ao setor financeiro. Portanto, pode-se esperar que os indicadores macroeconômicos apresentem um significativo impacto ao se determinar nas empresas financeiras a estrutura de capital.

Jucá (2011) comenta que o efeito da pró-ciclicidade sobre a estrutura de capital nas empresas financeiras, sugere maior volume de capital próprio nos períodos em que a economia apresente um pior desempenho. Isso se deve por um maior risco em suas operações devido ao aumento da probabilidade de perdas por inadimplência e falências. Já para os períodos em que a economia se encontra aquecida, as Instituições Financeiras tendem a realizar mais operações de crédito aumentando assim sua alavancagem financeira.

Algumas variáveis utilizadas como determinantes padrões da estrutura de capital nas empresas não financeiras, as quais procuram refletir prováveis imperfeições existentes no mercado e que podem afetar a alavancagem financeira, também devem ser utilizadas para estudos nas Instituições Financeiras. Alguns estudos realizados por autores como Octavia e Brown (2008), Brewer III, Kaufman e Wall (2008), Kleff e Weber (2008), Ahmad, Ariff e Skully (2009), Çaglayan e Sak (2010), Gropp e Heider (2010), Romdhane (2010), Barton e Laux (2010) e Jucá (2011), envolvendo países considerados desenvolvidos e em desenvolvimento, indicaram que os determinantes da estrutura de capital possuem capacidade de explicação para a alavancagem financeira nas Instituições Financeiras. Assim, determinantes padrões como: (i) tamanho; (ii) lucratividade; (iii) as oportunidades de crescimento; (iv) ativos tangíveis cedidos como garantia; (v) pagamento de dividendos; (vi) programas de compensação de executivos; (vii) razão entre valor de mercado e valor contábil; (viii) risco dos ativos; (ix) custo do capital próprio; (x) variação no volume de depósitos; (xi) razão entre depósitos a prazo e a vista; (xii) taxa de intermediação; (xiii) taxa média do Índice de Basileia; (xiv) risco de crédito; (xv) variáveis macroeconômicas de países; (xvi) políticas públicas regulatórias locais; (xvii) variáveis de controle, entre outros, devem ser considerados no estudo das decisões envolvendo a estrutura de capital nas Instituições Financeiras que mantêm um capital próprio excedente ao mínimo regulatório previsto nos Acordos de Basileia.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As teorias sobre a estrutura de capital procuram explicar as decisões de financiamento tomadas pelos gestores nas empresas, investigando a maneira pela qual são estabelecidas as proporções entre o capital próprio e o capital de terceiros para financiamento das oportunidades de investimentos.

As discussões que envolvem a estrutura de capital nas finanças corporativas ainda se mantêm em constante evolução e longe de ser conclusiva. Muito se discute sobre como as empresas conduzem suas decisões de financiamento, questionando-se sobre a existência ou não de uma estrutura ótima de capital. A heterogeneidade dos resultados apresentados não permite encerrar essas discussões e tampouco a construção de uma teoria abrangente. Talvez, este seja o cenário que melhor justifique as inúmeras pesquisas desenvolvidas sobre este tema.

Muito embora a grande maioria dos estudos teóricos e pesquisas empíricas procurem excluir as empresas financeiras, talvez pelas particularidades deste tipo de empresa e do setor de atuação, há evidências nos estudos de que as teorias sobre a estrutura de capital e seus determinantes padrões podem ser aplicáveis às empresas financeiras.

Como as atividades desenvolvidas pelas Instituições Financeiras apresentam características específicas, tais como seguros de depósitos e o papel exercido pelos Bancos Centrais como credor em determinadas situações, há uma tendência de que maiores riscos e alavancagem financeira sejam assumidas. Portanto, exigências de um capital próprio mínimo regulatório deve ser observado pelas Instituições Financeiras, conforme previsto pelos Acordos de Basileia e suas revisões subsequentes.

Existem discussões que apontam para os requerimentos regulatórios dos Acordos de Basileia e os seguros de depósitos, como sendo prováveis determinantes na estrutura de capital das Instituições Financeiras. No entanto, alguns outros estudos não obtêm êxito por meio de seus resultados nesta confirmação, o que leva a um questionamento se os Acordos de Basileia poderiam realmente ser considerados como direcionadores das decisões da estrutura de capital para estas empresas.

Mesmo no caso das Instituições Financeiras, a administração da estrutura de capital envolve decisões quanto à determinação da estrutura ótima de capital que precisam ser tomadas de maneira dinâmica. Portanto, as teorias desenvolvidas que envolvem a estrutura de capital podem perfeitamente ser aplicadas nestas empresas, dentre elas podendo ser mencionadas a *Static Tradeoff Theory*, a *Pecking Order Theory*, a Teoria de Agência, o benefício fiscal da dívida na estrutura de capital e os custos de dificuldades financeiras e de falência.

Outra possibilidade de análise da estrutura de capital nestas empresas diz respeito aos seus determinantes. Variáveis estratégicas, comportamentais específicas dos gestores, macroeconômicas, financeiras e aspectos relacionados às características do ambiente econômico e institucional dos países, além dos próprios determinantes padrões também devem ser aplicados para as empresas financeiras.

Talvez, algumas teorias desenvolvidas sobre a estrutura de capital tenham certo distanciamento, em relação ao ambiente das empresas financeiras, como é o caso da Teoria da Interação de empresas nos mercados competitivos de produtos e insumos, se considerado que neste tipo de empresa não há o processo de industrialização em suas atividades. No entanto, uma abordagem mais aprofundada e se necessário estudos complementares convêm ser desenvolvidos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AHMAD, R.; ARIFF, M.; SKULLY, M. J. (2009). The Determinants of Bank Capital Ratios in a Developing Economy. *Asia-Pacific Finan Markets*, n. 15, p. 255-272.
- BARTON, H.; LAUX, J. A. (2010). Executive Pay Inefficiencies in the Financial Sector. *The Journal of Applied Business Research*, v. 26, n. 4, p. 65-72.
- BERGER, A.N.; HERRING, R.J.; SZEGÖ, G.P. (1995). The Role of Capital in Financial Institutions. *Wharton Financial Institutions Center, Working Paper* 95-01, p. 1-55.
- BRANDER, J. A., LEWIS, T. R. (1986). Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect. *The American Economic Review*, v.76, n. 5, p. 956-970.
- BREWER III, E.; KAUFMAN, G. G.; WALL, L. D. (2008). Bank Capital Ratios Across Countries: Why Do They Vary? *Journal of Financial Services Research*, v. 34, n. 2-3, p. 177-201.
- CHIRINKO, R. S.; SINGHA, A. R. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 3, p. 417-425.
- ÇAGLAYAN, E.; SAK, N. (2010). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Banks. *Journal of Money, Investment and Banking*, n. 15, p. 57-65.
- DURAND, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, In: *Conference on Research In Business Finance*, 1952, Universities-National Bureau, NBER, 1952, p. 215-261.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, v. 15, n. 1, p. 1-33.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. (2004). Financing Decisions: Who Issues Stock? *CRSP Working Paper n° 549*, p. 1-39.
- FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. (2000). Teoria da Estrutura de Capital – As discussões persistem. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 1, n. 11, p. 27-36.
- FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 67, p. 217-248.
- GROPP, R.; HEIDER, F. (2010). The determinants of bank capital structure. *Review of Finance*, v. 14, p. 587-622.
- HARDING, J.; LIANG, X.; ROSS, S. (2006). The Optimal Capital Structure of Banks Under Deposit Insurance and Capital Requirements. *Working Papers Series, Social Science Research Network*, p. 1-41.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. (1988). Corporate Control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 55-86.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 1, p. 297-355.
- JALILVAND, A.; HARRIS, R. S. (1984). Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 1, p. 127-145.

- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360.
- JUCÁ, M. N. (2011). Determinantes da Estrutura de Capital de Bancos Brasileiros e Norte-Americanos. Tese de Doutorado. *Universidade de São Paulo*. São Paulo. SP. Brasil.
- KLEFF, V.; WEBER, M. (2008). How do Banks determine capital? Empirical evidence for Germany. *German Economic Review*, v. 9, n. 3, p. 354-372.
- KWAN, S. (2009). Capital Structure in Banking. *Federal Reserve Bank of San Francisco*, Economic Letter, n. 37, p. 1-5.
- LELAND, H. E.; PYLE, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 371-387.
- MAFFILI, D. W.; SOUZA, A. A. (2007). Análise da Rentabilidade dos Maiores Bancos Brasileiros no período de 1999 a 2005. In: *Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 4., 2007*, Rezende. Anais eletrônicos...Rezende: SEGeT.
- MARKOWITZ, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, v. 7, n. 1, p. 77-91.
- MARSH, P. (1982). The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, v. 37, n. 1, p. 121-144.
- MARTELANC, R. (2010). Contribuição Metodológica para Elaboração de Artigos em Finanças. *Revista de Finanças Aplicadas*, v. 1, p. 1-24.
- MILLER, M.H. (1995). Do the M&M propositions apply to banks? *Journal of Banking & Finance*, n. 19, p. 483-489.
- MILLER, M. H. (1998). The M&M Propositions 40 years later. *European Financial Management*, v. 4, n. 2, p. 113-120.
- MISHKIN, F. S. (2000). *The economics of money, banking and financial markets*. Addison Wesley, New York.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. (1959). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply. *The American Economic Review*, v. 49, n. 4, p. 655-669.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443.
- MYERS, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, n. 2, p. 147-175.
- MYERS, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-592.
- MYERS, S.C.; MAJLUF, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, n. 13, p. 187-221.
- OCTAVIA, M.; BROWN, R. (2008). Determinants of bank capital structure in developing countries: regulatory capital requirement versus the standard determinants of capital structure. *Working Paper. Social Science Research Network*.
- PEROBELLI, F. F. C.; DI MICELI, A. S.; CAMPOS BARROS, L. A. B.; ROCHA, F. D. (2005). Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade. In: *Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – ENANPAD, 29, 2005*, Brasília/DF. Anais eletrônicos...Brasília/DF: ANPAD.
- ROMDHANE, M. (2010). The Determinants of Banks' Capital Ratio in Developing Countries: Empirical Evidence from Tunisia. *Social Science Research Network (SSRN)*.
- ROSS, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, v. 8, n. 1, p. 23-40.
- SANTOS, J. (2001). Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory: A Review of the Literature. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, v. 10, n. 2, p. 41-84.
- SAUNDERS, A. (2000). *Administração de instituições financeiras*: Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas.
- STULZ, R. M. (2001). Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, n. 20, p. 25-54.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 1, p. 1-19.