

ANÁLISE DAS DECISÕES ESTRATÉGICAS ENTRE CAPITAL PRÓPRIO E CAPITAL DE TERCEIROS NA ESTRUTURA DE CAPITAL CORPORATIVA: TEORIAS FINANCEIRAS E ESTUDO DE CASO

Autor: Fernanda Horácio Falco

Resumo: A gestão da estrutura de capital é um dos pilares fundamentais para a administração financeira de uma empresa, ela envolve decisões estratégicas sobre a combinação de fontes de financiamento visando o equilíbrio entre o uso de capital próprio e o capital de terceiros. A construção desses conceitos e sua estruturação ao longo dos anos com as várias teorias e estudos científicos forneceu a base para analisar os impactos da utilização das várias formas de financiamento quando da abertura ou movimentação financeira de uma empresa. Este artigo analisa os principais conceitos e teorias relacionados à estrutura de capital, destacando as vantagens e desvantagens de cada tipo e os fatores que influenciam a escolha entre estas alternativas diante de um caso prático fictício. Entender as várias Teorias e seus pressupostos, como a Teoria de Modigliani e Miller, Trade-Off, o Modelo de Mercado de Capital de Sharpe, suas implicações e as adaptações que surgiram ao longo do tempo nos conduzem a refletir a realidade do mercado financeiro e as implicações das mesmas no caso prático apresentado.

Palavras-chave: teorias financeiras; estudo de caso; capital próprio; capital de terceiros.

1. INTRODUÇÃO

A composição do capital de uma empresa diz respeito à mescla de suas fontes de financiamento, que incluem tanto o capital próprio quanto o capital de terceiros. As escolhas sobre a estrutura de capital são fundamentais para o desempenho financeiro da empresa, influenciando sua lucratividade, risco e valor de mercado. Normalmente, as empresas podem financiar suas operações utilizando recursos próprios, como o capital

social dos acionistas ou recursos de terceiros, como financiamentos bancários e emissões de títulos de dívida.

Compreender a gestão da estrutura de capital envolve analisar os trade-offs entre os diferentes tipos de financiamento, identificando como cada escolha impacta os custos financeiros, a flexibilidade operacional e o risco de falência.

Várias Teorias surgiram ao longo dos anos a respeito desse tema. A Teoria do Trade-off é uma abordagem fundamental para compreender a tomada de decisão em situações de escassez de recursos. Ela examina como indivíduos, empresas e governos enfrentam a necessidade de fazer escolhas entre alternativas conflitantes, considerando custos e benefícios. A palavra "trade-off" refere-se, nesse contexto, à necessidade de abrir mão de uma opção em favor de outra, sendo um conceito essencial para a alocação eficiente de recursos limitados.

A Teoria da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller (1958) é um dos conceitos centrais na teoria financeira e tem influenciado de maneira profunda as decisões de financiamento das empresas ao longo dos anos. A teoria foi uma das primeiras a sugerir que, sob determinadas condições, a escolha entre capital próprio e capital de terceiros (dívida) não impactaria o valor de mercado de uma empresa. Seus pressupostos basearam-se num modelo de mercado perfeito, superando temas como custos de falência, assimetrias internacionais, impostos etc.

Já o Modelo de Mercado de Capital de Sharpe descreve a relação entre o risco e o retorno de ativos individuais e de portfólios. Este modelo assume que os investidores são racionais, buscam maximizar seu retorno esperado e têm aversão ao risco, ou seja, preferem investimentos com menores níveis de risco para um dado retorno.

Esses pensamentos foram essenciais ao longo do tempo, fundamentando a análise das decisões estratégicas de financiamento, influenciando o valor da empresa no mercado e a sua sustentabilidade financeira. Neste contexto, a compreensão das teorias financeiras e a aplicação prática destas se tornam essenciais para a tomada de decisões eficazes.

O objetivo deste artigo é discutir as principais teorias, modelos e fatores que orientam a escolha entre capital próprio e capital de terceiros, assim como apresentar uma análise sobre as implicações dessas decisões para as empresas observando um caso fictício prático.

2. TEORIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL DE MODIGLIANI E MILLER

A teoria de Modigliani e Miller (1958) postula que, em mercados perfeitos, a estrutura de capital não afeta o valor de mercado de uma empresa. Segundo a teoria, os investidores podem ajustar sua exposição ao risco da empresa por meio de portfólios pessoais, independentemente da escolha entre capital próprio e de terceiros pela empresa. A presença de custos de falência, impostos e assimetrias informacionais, no entanto, invalida esse modelo em situações reais, tornando a escolha da estrutura de capital um fator importante para a maximização do valor da empresa.

A Teoria da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller (1958) é um dos conceitos centrais na teoria financeira e tem influenciado de maneira profunda as decisões de financiamento das empresas ao longo dos anos. A teoria foi uma das primeiras a sugerir que, sob determinadas condições, a escolha entre capital próprio e capital de terceiros (dívida) não impactaria o valor de mercado de uma empresa.

No entanto, como qualquer teoria econômica, os pressupostos de M&M são baseados num modelo de mercado perfeito, o que significa que fatores como impostos, custos de falência, assimetrias informacionais e outros custos de transações são superados. Jensen e Meckling (1976) criticaram a teoria de Modigliani e Miller (1958) ao argumentarem que a hipótese de mercados perfeitos é uma simplificação excessiva da realidade. Segundo os autores, os custos de falência, que não são considerados na teoria original, exercem um impacto significativo na estrutura de capital das empresas.

Ao longo das décadas seguintes, os teoremas de Modigliani e Miller foram revisados e ajustados para refletir as condições reais dos mercados financeiros, onde as imperfeições não podem ser ignoradas.

3. A TEORIA DO TRADE-OFF

A teoria do trade-off propõe que as empresas busquem um equilíbrio entre os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência e agência. Esse modelo sugere que existe um nível ótimo de que maximiza o valor da empresa, levando em consideração os custos e benefícios associados à alavancagem.

A origem da Teoria do Trade-off remonta à economia clássica, com autores como Adam Smith, David Ricardo e John Stuart Mill, que, de forma indireta, abordaram as implicações das escolhas de alocação de recursos limitados. No entanto, foi no século XX que a teoria ganhou maior destaque, especialmente nas áreas de finanças corporativas e administração estratégica.

A premissa central dessa teoria é que, diante da escassez de recursos, a escolha entre diferentes opções envolve a avaliação dos custos e benefícios associados a cada alternativa. A decisão envolve, portanto, um compromisso ou "trade-off" entre diferentes objetivos, como maximizar o lucro, minimizar custos, ou equilibrar riscos e retornos.

A Teoria do Trade-off se baseia em dois conceitos fundamentais: Custo de Oportunidade e eficiência alocativa. No primeiro, ao escolher uma alternativa, renuncia-se aos benefícios da opção não escolhida. No segundo, a escolha da alocação dos recursos desse ser a mais eficiente possível considerando a maximização do bem estar social ou corporativo.

De acordo com Myers (1984), a estrutura de capital ótima de uma empresa é encontrada ao balancear os incentivos fiscais da dívida com os custos de agência e os riscos de insolvência. A teoria do trade-off sugere que existe um nível ideal de endividamento que maximiza o valor da empresa.

No contexto empresarial, o trade-off pode se manifestar de várias formas, como entre a qualidade e o custo de produção, ou entre risco e retorno no mercado financeiro, ela é amplamente aplicada na formulação de estratégias empresariais, especialmente quando se trata de otimizar a alocação de recursos escassos. Empresas enfrentam constantemente a necessidade de equilibrar custos e benefícios, seja na escolha de uma nova tecnologia, na expansão de mercado ou na definição de preços.

Apesar de sua utilidade, a Teoria do Trade-off enfrenta algumas críticas e limitações. Entre elas, destaca-se a dificuldade em medir com precisão os custos e benefícios das diferentes alternativas, especialmente em contextos de alta incerteza. Além disso, a teoria assume que os tomadores de decisão são perfeitamente racionais, o que nem sempre se reflete na realidade. Decisões econômicas e empresariais frequentemente são influenciadas por fatores emocionais, psicológicos e contextuais, que não são adequadamente abordados pela teoria.

Outra limitação é a suposição de que os trade-offs são lineares e previsíveis, o que pode não ser o caso em ambientes complexos ou altamente voláteis, como no caso de crises econômicas ou mudanças rápidas no mercado.

4. O MODELO DE SHARPE

O Modelo de Mercado de Capital de Sharpe surgiu no contexto do desenvolvimento da Teoria Moderna do Portfólio, inicialmente proposta por Harry Markowitz, que introduziu a ideia de diversificação eficiente para minimizar o risco em um portfólio de investimentos.

A contribuição de Sharpe, nos anos 1960, foi desenvolver um modelo que integrasse a teoria de Markowitz com a avaliação do desempenho do portfólio, particularmente em relação ao risco.

A proposta de Sharpe é criar um portfólio que ofereça o maior retorno possível para um nível dado de risco. O risco é, portanto, uma medida da incerteza associada aos retornos futuros, e o modelo assume que os investidores são avessos ao risco, preferindo retornos mais altos para níveis de risco mais baixos.

Apesar de sua ampla aplicação, o modelo de Sharpe apresenta várias limitações que devem ser consideradas pelos investidores. Entre as principais limitações estão: O modelo assume que os investidores têm expectativas homogêneas e comportamentos perfeitamente racionais, o que não reflete a complexidade e os vieses comportamentais observados em mercados reais; a teoria de mercados eficientes, que é central para o modelo de Sharpe, pode não ser uma descrição precisa dos mercados reais, onde informações podem ser assimétricas e os preços podem ser influenciados por diversos fatores externos; limitação na estimativa de risco: O modelo considera o risco apenas em termos de volatilidade, o que pode ser uma simplificação excessiva, especialmente em mercados com risco não-simétrico ou em que os investidores enfrentam riscos diferentes de volatilidade.

5. APLICAÇÃO DAS TEORIAS: ESTUDO DE CASO

A decisão de utilizar capital próprio ou capital de terceiros é uma das mais importantes que um empreendedor ou gestor financeiro de uma empresa pode tomar. A escolha certa pode influenciar diretamente o crescimento, a rentabilidade e a estabilidade da organização.

O capital próprio representa de acordo com Brealey, Myers e Allen (2011) a parte do patrimônio líquido que pertence aos acionistas e representa os recursos investidos na empresa. Para Gitman e Zutter (2010), o capital próprio representa os recursos investidos pelos proprietários da empresa, ou seja, pelos acionistas. Essa fonte de financiamento é fundamental para a empresa, pois oferece maior flexibilidade e não exige pagamentos fixos como os juros de uma dívida.

Já o capital de terceiros são os recursos obtidos de fontes externas, como bancos, investidores ou fornecedores. Essa modalidade de financiamento geralmente envolve o pagamento de juros e a devolução do valor emprestado em um prazo determinado.

Nesse cenário, Imagine uma startup de tecnologia que está desenvolvendo um novo aplicativo. A empresa precisa de recursos financeiros para investir em pesquisa e desenvolvimento, marketing e contratação de equipe.

Ao optar pela utilização de capital próprio a disponibilidade de recursos seria limitada ao capital dos fundadores e amigos e familiares que decidissem investir, tendo como principal vantagem a manutenção do controle por meio dos fundadores e a ausência do pagamento de juros.

Segundo Dornelas (2017), o capital próprio é fundamental para o sucesso de uma startup, especialmente em seus primeiros anos de vida. Ao investir seu próprio dinheiro no negócio, os empreendedores demonstram maior comprometimento e estão mais dispostos a assumir riscos, o que pode atrair outros investidores.

Embora o capital próprio seja fundamental para o início de uma startup, é importante considerar suas desvantagens, especialmente para empresas recém-fundadas. O uso exclusivo do capital próprio em startups recém-fundadas pode limitar o crescimento da empresa e gerar uma pressão excessiva sobre os fundadores. A necessidade de gerar retorno sobre o investimento pessoal pode levar a decisões precipitadas e comprometer a visão de longo prazo do negócio.

A captação de capital de terceiros pode acelerar o crescimento de uma startup recém-fundada, permitindo a realização de investimentos em marketing, pesquisa e desenvolvimento. Além disso, a entrada de novos investidores pode trazer expertise e uma rede de contatos valiosa para o negócio.

Contudo, para Timmons (2016), a entrada de investidores externos pode gerar uma pressão significativa sobre a startup para alcançar resultados financeiros rapidamente. Essa pressão pode levar a decisões precipitadas e comprometer a visão de longo prazo do negócio.

De acordo com Saras Sarasvathy (2001), a captação de capital de terceiros pode limitar a autonomia dos fundadores na tomada de decisões. Os investidores podem ter interesses alinhados com o seu próprio retorno sobre o investimento, o que pode entrar em conflito com a visão de longo prazo dos fundadores.

6. CONCLUSÃO

A decisão de uma startup em utilizar capital próprio ou de terceiros é influenciada por diversas teorias financeiras que buscam explicar o comportamento das empresas e a

forma como elas financiam suas operações.

Os princípios da teoria MM podem ser utilizados para entender melhor as decisões de financiamento de startups: ao utilizar uma determinada fonte de financiamento há uma sinalização ao mercado sobre suas perspectivas futuras. Por exemplo, a emissão de ações pode ser interpretada como um sinal negativo, indicando que a empresa está superavaliada.

Os fundadores de uma startup geralmente possuem mais informações sobre a empresa do que os investidores externos. Essa assimetria pode levar a um problema de seleção adversa, em que os projetos de maior risco tendem a buscar financiamento externo, enquanto os projetos de menor risco são financiados com capital próprio.

Pela Teoria do Trade off observa-se o interesse das empresas na busca pelo equilíbrio entre os custos e benefícios de cada fonte de financiamento. O capital de terceiros (dívida) oferece vantagens como dedutibilidade dos juros, mas também aumenta o risco de insolvência. O capital próprio, por sua vez, não gera custos de juros, mas dilui a participação dos acionistas.

Os conceitos da Teoria de Sharpe podem ser aplicados indiretamente à decisão de financiamento de startups. Por ela, os investidores buscam um alto retorno por um nível aceitável de risco. Ao avaliar as diferentes fontes de financiamento, os fundadores de startups devem considerar o risco associado a cada opção, como a diluição da participação em caso de captação de capital de terceiros ou a dificuldade de pagamento de dívidas em caso de um cenário adverso, diversificando para reduzir os riscos. Ao escolher entre capital próprio e de terceiros, os fundadores devem considerar o retorno que poderiam obter investindo seu próprio dinheiro em outras oportunidades.

Em resumo, a escolha entre capital próprio e de terceiros em uma startup é uma decisão complexa que envolve a análise de diversos fatores, tanto internos quanto externos. As teorias financeiras oferecem um arcabouço teórico para entender essa decisão, mas é importante considerar também as particularidades de cada negócio, o estágio de desenvolvimento da empresa, o perfil de risco dos fundadores, o setor de atuação e as oportunidades de mercado.

7. BIBLIOGRAFIA

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. Princípios de Finanças Corporativas. São Paulo, 2011.

Damodaran, A. Avaliação: A Arte e a Ciência. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

Gitman, L. J. Princípios de Administração Financeira. São Paulo, 2012.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. Corporações: Estratégia e Política. Atlas. São Paulo, 2010.

Brealey, R. A.; Myers, S. C.; Allen, F. Princípios de Finanças Corporativas. 11. ed. São Paulo, 2011.

Gitman, L. J.; Zutter, M. J. Administração financeira: princípios e aplicações. 13. ed. São Paulo, 2010.

Dornelas, J. C. Empreendedorismo: transformando ideias em negócios. 3. ed. Rio de Janeiro, 2017.

Fonseca, Reinaldo Aparecida; Silva, Ana Paula de Castro da; Assis, Isadora Teixeira; Nazareth, Luiz Gustavo Camarano; Ferreira, Roberto Nascimento. Participação de Capitais de Terceiros nas Empresas: a Comparação Entre Empresas do Setor Siderúrgico. Disponível em: <https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos14/32720451.pdf>. Data do acesso: 15/12/2024.

Soschinski, Caroline Keidann; Ames, Alice Carolina; Beuren, Ilse Maria. Relação entre Estratégia de Negócios e Estrutura de Capital. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, REPEC, Brasília, v. 18, n. 1, art. 2, p. 35-54, jan./mar. 2024. Disponível em: <https://www.repec.org.br/repec/article/view/3258/1824>. Data do acesso: 14/12/2024.

Silva, Aline Andressa Carvalho da. Gestão financeira e necessidade de capital em startups brasileiras. 2023. Disponível em: https://repositorio.ufrn.br/bitstream/123456789/53928/1/GestaoFinanceiraNecessidadeSilva_2023.pdf. Acesso em: 13/12/2024.

Machado, Kascilene Gonçalves; Freitas, Thays Rodrigues. Impacto da alavancagem financeira no desempenho das empresas brasileiras durante a pandemia da covid-19. Revista Liceu, 2023. Disponível em: [file:///C:/Users/Anderson%20Oliveira/Downloads/admin,+\(DR\)_Artigo_4_-_1918_-_IMPACTO_DA_ALAVANCAGEM_%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Anderson%20Oliveira/Downloads/admin,+(DR)_Artigo_4_-_1918_-_IMPACTO_DA_ALAVANCAGEM_%20(1).pdf). Acesso em: 15/12/2024.