AGTU – THE GLOBAL UNIVERSITY

ANÁLISE DAS DECISÕES ESTRATÉGICAS ENTRE O USO DE CAPITAL PRÓPRIO E CAPITAL DE TERCEIROS NA ESTRUTURA DE CAPITAL CORPORATIVA

AUTOR: WALTER MULLER GARCIA XAVIER

Resumo

Este artigo explora as decisões estratégicas sobre o uso de capital próprio e capital de terceiros na estrutura de capital das empresas, analisando as implicações financeiras e o impacto sobre o valor da empresa. Através da revisão de teorias financeiras como a Teoria da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller, a Teoria do Trade-off e o Modelo de Mercado de Capital de Sharpe, discute-se a viabilidade e os desafios de utilizar esses dois tipos de capital. O artigo aplica essas teorias a um estudo de caso prático e avalia a sustentabilidade financeira das empresas. A pesquisa destaca a importância da escolha da estrutura de capital para o aumento do valor da empresa e para a mitigação de riscos financeiros.

Palavras-chave: Estrutura de capital, capital próprio, capital de terceiros, Teoria de Modigliani e Miller, Trade-off, valor da empresa.

1. Introdução

A decisão sobre a estrutura de capital, que envolve a escolha entre capital próprio e de terceiros, é crucial para os gestores e uma das escolhas mais estratégicas que precisam tomar, pois afeta o valor, a sustentabilidade financeira, o risco e a rentabilidade da empresa. Este artigo compara as principais teorias sobre a estrutura de capital e analisa suas implicações práticas, incluindo um estudo de caso que demonstra como a escolha entre essas fontes de financiamento pode influenciar o valor e a geração de retorno sustentável da empresa.

2. Teorias Financeiras sobre Estrutura de Capital

A estrutura de capital de uma empresa é o reflexo da combinação de capital próprio e capital de terceiros usada para financiar suas operações e projetos.

Quando falamos de capital próprio estamos nos referindo a recursos aportados pelos proprietários, acionistas ou lucros reinvestidos. Este tipo de capital não envolve obrigações financeiras externas, a exemplo o grupo supermercadista Savegnago, do interior de São Paulo, que somente cresce a base de autofinanciamento através do aporte dos sócios, lucros retidos e Venda de ativos não estratégicos. Isso gera algumas vantagens como Autonomia pois tem menor interferência externa na gestão e nas decisões estratégicas, flexibilidade e Menor risco de endividamento. Mas esta decisão pode acarretar algumas desvantagens competitivas como crescimento limitado.

Agora temos o outro lado da situação quando falamos de recursos de terceiros obtidos de fontes externas como bancos, permite acesso a grandes somas para investimentos e possibilita alavancagem, aumentando a rentabilidade do capital próprio se o retorno superar o custo da dívida. Contudo, o endividamento excessivo pode comprometer a lucratividade, gerando riscos de liquidez, solvência e dependência de crédito.

Mas para a melhor tomada de decisão podemos estabelecer quatro pilares de análise que vão ajudar a analisar melhor a decisão a ser tomada.

> "Outrossim, a disposição para correr risco é de caráter pessoal, caracterizando a opção de cada organização de acordo com a premissa e o entendimento de seu corpo diretivo." (Di Luca, Juliano,2020)

O primeiro pilar é definir qual o perfil de risco da empresa, ela é avessas ao risco e prefere capital próprio ou ela tolera os riscos e busca crescimento acelerado e pode optar por capital de terceiros.

O segundo pilar é o custo do capital no qual devemos comparar o custo efetivo dos empréstimos com a rentabilidade esperada do projeto e ver o que é mais vantajoso.

O terceiro pilar é o cenário econômico do momento e perspectivas, pois em períodos de taxas de juros altas, o capital próprio tende a ser mais vantajoso, mas em períodos de crédito acessível e barato, o capital de terceiros pode ser uma opção estratégica.

Por fim o impacto na liquidez pois projetos que exigem prazos longos para retorno demandam cautela com dívidas de curto prazo.

Estas perguntas ajudam a refletir sobre a pergunta de capital próprio ou capital de terceiros, mas vamos ver o que algumas teorias podem ajudar neste processo e trazer um novo olhar sobre o mesmo assunto.

2.1 Teoria de Modigliani e Miller (1958)

A Teoria de Modigliani e Miller (1958) afirma que, em um mercado perfeito, a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa. No entanto, em 1963, os autores

revisaram a teoria, incorporando os efeitos dos impostos, argumentando que o uso de dívida pode aumentar o valor da empresa devido à dedução fiscal dos juros.

2.2 Teoria do Trade-off

A Teoria do Trade-Off (Flannery; Rangan, 2004) sugere que as empresas equilibram os benefícios fiscais da dívida com os custos do risco financeiro, como custos de falência e agência. A decisão sobre o nível ótimo de endividamento busca maximizar o valor da empresa, considerando que, após um certo ponto, os custos de falência superam os benefícios da dívida.

2.3 Modelo de Mercado de Capital de Sharpe

O Modelo de Mercado de Capital de Sharpe (SHARPE, W. F. Capital, 1964), parte da teoria de portfólios, relaciona risco e retorno de ativos. No contexto da estrutura de capital, avalia o retorno esperado e o risco de diferentes fontes de financiamento, considerando o risco de crédito e o risco sistemático do mercado ao escolher entre capital próprio e de terceiros.

2.4 Quadro comparativos dos modelos:

Aspecto	**Teoria do Trade-off**	**Modelo de Mercado de Capital (CAPM)**	**Teoria de Modigliani e Miller (M&M)**
Foco	Estrutura de capital e financiamento corporativo.	Relação entre risco e retorno de ativos financeiros.	Estrutura de capital e irrelevância sob mercados perfeitos.

Aspecto	Teoria do Trade-off	Modelo de Mercado de Capital (CAPM)	Teoria de Modigliani e Miller (M&M)
Conceito central	Equilíbrio entre dívida e capital próprio.	Cálculo do retorno esperado com base no risco sistemático.	Estrutura de capital não afeta o valor da empresa (em mercados perfeitos).
Aplicação principal	Decisões de endividamento e estrutura de capital.	Precificação de ativos e análise de investimentos.	Análise da estrutura de capital e política de dividendos.
Componentes de risco	Risco de falência e benefícios fiscais.	Risco sistemático (beta) versus retorno esperado.	Sem risco em mercados perfeitos; introdução de impostos e falência altera o cenário.
Objetivo	Maximização do valor da empresa ao equilibrar dívida.	Determinar o retorno justo para um ativo.	Demonstrar quando a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa.

Aspecto	Teoria do Trade-off	Modelo de Mercado de Capital (CAPM)	Teoria de Modigliani e Miller (M&M)
Principais suposições	Custos de falência e benefícios fiscais da dívida.	Mercados eficientes; risco sistemático afeta retorno.	Mercados perfeitos, sem impostos, sem falência (na versão inicial).
Autores/Relevância	Trade-off entre Miller e outros economistas.	William Sharpe e a Teoria Moderna do Portfólio.	Franco Modigliani e Merton Miller (1958 e 1963).

3. Estudo de Caso da empresa ABC

Analisaremos o caso da Empresa ABC, uma empresa brasileira de médio porte do setor de tecnologia. A empresa está considerando uma expansão significativa para um novo mercado e precisa decidir se deve financiar o projeto com capital próprio ou com capital de terceiros.

3.1 Contexto da Empresa

A empresa possui um custo de capital próprio de 12%, refletindo o retorno exigido pelos acionistas devido ao risco do setor. A empresa também possui acesso a financiamento bancário com uma taxa de juros de 6% ao ano. No entanto, a empresa tem uma relação

dívida/EBITDA de 3, o que a coloca em uma situação de risco mais elevado em comparação com seus concorrentes.

3.2 Análise de Decisão de Capital Próprio vs. Capital de Terceiros

A análise inicial considera as vantagens e desvantagens de ambas as opções de financiamento:

- Se pensar em capital próprio não há riscos de endividamento, mas a emissão de ações dilui a participação dos acionistas existentes e pode aumentar o custo de capital.
- Se optar por capital de terceiros a dívida pode reduzir o custo do capital devido ao efeito fiscal (dedução dos juros), mas aumenta o risco financeiro, o que pode afetar a flexibilidade financeira da empresa.

A empresa precisa avaliar qual a quantidade de dívida que pode assumir sem comprometer sua sustentabilidade financeira e qual o impacto disso sobre o valor da empresa. A análise será realizada com base na Teoria do Trade-off, identificando o ponto de equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de falência.

> "As implicações entre a sensibilidade setorial, desenvolvimento regional e inferências das variáveis macroeconômicas nas relações foi observada, apontando que o setor de consumo não cíclico tende a apresentar velocidade de ajuste maior em relação aos demais, que empresas situadas em regiões mais desenvolvidas podem possuir velocidade de ajuste menor que as demais regiões, e destacando a influência do PIB e SELIC na velocidade de ajuste." (PINHEIRO, 2024).

Vamos observar abaixo alguns indicadores que vão nos ajudar no processo de análise o custo de capital próprio de 12% representa o retorno exigido pelos acionistas devido ao risco percebido do setor e da empresa. Um custo relativamente elevado indica que os investidores percebem a empresa como arriscada ou que ela está inserida em um setor volátil.

O financiamento por dívida com uma taxa de juros de 6% ao ano é significativamente mais barato do que o custo de capital próprio. Isso sugere que a empresa pode reduzir seu custo médio ponderado de capital (WACC) através do uso de dívida, desde que consiga gerenciar o risco financeiro.

A relação Dívida/EBITDA mede o grau de alavancagem financeira da empresa, refletindo sua capacidade de honrar obrigações com base nos resultados operacionais. No caso em questão, uma relação Dívida/EBITDA de 3 indica que a dívida total da empresa é três vezes maior que seu EBITDA, o que configura uma alta alavancagem financeira e expõe a empresa a riscos significativos de liquidez e solvência, especialmente em cenários de queda de receita ou aumento das taxas de juros. Contudo, é fundamental analisar essa relação também em comparação com os concorrentes, a fim de contextualizar melhor o risco e a sustentabilidade da estrutura de capital da empresa.

3.2 As Implicações e Análise

Este projeto apresenta alto risco financeiro devido à alavancagem excessiva, o que torna a empresa vulnerável a quedas no lucro operacional ou aumento das taxas de juros, como ocorre atualmente no Brasil. Isso pode afetar negativamente a percepção dos investidores e aumentar o custo do capital próprio.

A relação entre Dívida e Capital Próprio embora tenha um custo de 6% (inferior ao custo de capital próprio de 12%), o excesso de endividamento pode elevar o risco de falência.

Segundo a Teoria do Trade-off, há um ponto ótimo de endividamento em que os benefícios fiscais da dívida são maximizados sem incorrer em custos excessivos de falência.

> "O Custo de Capital é a taxa média requerida por stakeholders, acionistas (capital próprio) e credores (capital de terceiros). O custo médio ponderado de capital (WACC), Equação 10" (ASSAF NETO, 2014)

O impacto no WACC com a utilização de mais dívida pode reduzir o WACC até certo ponto, mas o aumento do risco financeiro pode elevar o custo de capital próprio, neutralizando os benefícios.

Por isso a estratégia recomendada seria:

- **Redução Gradual da Dívida**: Melhorar a estrutura de capital para diminuir a relação Dívida/EBITDA, buscando um nível mais próximo dos concorrentes.
- **Aumento da Geração de Caixa**: Melhorar a eficiência operacional para aumentar o EBITDA e, consequentemente, reduzir a alavancagem.
- **Diversificação de Financiamento**: Explorar outras formas de financiamento menos arriscadas, como emissão de ações ou dívidas de longo prazo com melhores condições.

4. Implicações na Sustentabilidade Financeira e Valor da Empresa

> "Os resultados mostram com grau de significância que as empresas de maior alavancagem financeira apresentaram em

> geral retornos menores sobre o patrimônio líquido, além de maiores riscos financeiros" (MONTANHA, 2023)

O uso de capital de terceiros pode melhorar a sustentabilidade financeira da empresa no curto prazo, uma vez que permite o financiamento de projetos sem a necessidade de diluição dos acionistas. No entanto, ao aumentar o endividamento, a empresa corre o risco de enfrentar dificuldades financeiras em caso de quedas nas receitas ou de dificuldades econômicas. A Teoria do Trade-off sugere que a empresa deve encontrar o nível ótimo de dívida que equilibre esses fatores.

5. Conclusão

A decisão sobre a estrutura de capital é uma das decisões mais estratégicas e complexas para as empresas. As teorias financeiras citadas fornecem uma base sólida para analisar as implicações dessa escolha. A aplicação dessas teorias neste estudo de caso prático mostra que a estrutura de capital não deve ser decidida de forma isolada, mas sim levando em consideração o risco, a flexibilidade financeira, o custo de capital e os objetivos de longo prazo da empresa. A otimização da estrutura de capital é crucial para maximizar o valor da empresa e garantir sua sustentabilidade financeira no futuro.

> "Para avaliar o desempenho econômico-financeiro de uma organização faz-se necessário desenvolver uma análise dos seus indicadores a fim de saber a real situação da sua saúde financeira" (Menezes, 2022).

Então recomendamos que a **Empresa ABC** precisa equilibrar sua estrutura de capital, reduzindo sua alavancagem para mitigar o risco financeiro. Isso ajudará a reduzir o custo de capital próprio e a melhorar sua posição competitiva no setor.

Referências

1. **PINHEIRO, Camila Sforcin.** Alavancagem e Velocidade de Ajuste da Estrutura de Capital: Análise das empresas pertencentes aos países do BRICS e seus impactos regionais. 2024. 130 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2024. DOI http://doi.org/10.14393/ufu.di.2024.232.

2. **MENEZES, J. V. O.** Análise da influência das práticas ESG no desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) – IFPB - Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia da Paraíba, Paraíba, 2022. Disponível em: https://repositorio.ifpb.edu.br/handle/177683/2250. Acesso em: 16 dez. 2024.

3. **Flannery, Mark Jeffrey and Rangan, Kasturi P.,** Partial Adjustment Toward Target Capital Structures (May 3, 2004). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=467941 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.467941

4. **MODIGLIANI, F.; MILLER, Merton H.** The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American economic review, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

5. **SHARPE, W. F.** ***Capital*** *asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*. Journal of Finance, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

6. INVESTNEWS. *Savegnago: orgulho caipira e gestão conservadora*. Disponível em: https://investnews.com.br/negocios/savegnago-orgulho-caipira-gestao-conservadora/. Acesso em: 16 dez. 2024.

7. **ASSAF NETO, A**. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2014.

8. **MONTANHA, Bruno Barreto.** Estrutura de capital : evidências empíricas sobre o efeito da alavancagem financeira nas firmas do mercado brasileiro / Bruno Barreto Montanha. - 2023. 38 f. https://hdl.handle.net/10438/34211 Acesso em: 12 dez. 2024.

9. **Di Luca, Juliano, and Marcos Jerônimo Goroski Rambalducci.** "Estrutura de capital e o processo de alavancagem financeira: uma discussão sobre a relação entre níveis de endividamento e lucratividade." Revista Terra & Cultura: Cadernos de Ensino e Pesquisa 19.37 (2020): 147-156.