EDITORA MANUAL
LIVRO: ADMINISTRAÇÃO EM FOCO – VOLUME 4
ISBN: 978-65-981790-5-2 DOI: 10.29327/5343351
ORGANIZADORES: Me. Afonso Henrique Souza de Assis e Me. Mirabel Silva dos Santos

CAPÍTULO 4

ABORDAGEM SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL CONSIDERANDO OS ASPECTOS RELACIONADOS AO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL, CUSTO DE OPORTUNIDADE E A DIVERSIFICAÇÃO DAS FONTES DE RECURSOS DE TERCEIROS

Daniel Rodrigues da Silva

RESUMO

Cuidar das finanças empresariais não é uma tarefa simples, pois envolve uma série de fatores e decisões que vão além

de fazer pagamentos e recebimentos ou controlar o fluxo de caixa. Na verdade, algumas decisões, muitas vezes ocorrem até mesmo antes dessas simples tarefas. Essas decisões ajudam a definir o rumo da empresa e tem um significado muito expressivo no resultado como um todo. Pesquisas e estudos voltados para o entendimento de estrutura de capital considerando os aspectos custo de capital de terceiros, custo de oportunidade, fontes de recursos, custo médio ponderado de capital são de vital importância. Sendo assim, este estudo teve como objetivo pesquisar e entender justamente a estrutura de capital com todos esses aspectos. Os trabalhos encontrados foram essenciais para o embasamento do autor e foi muito satisfatório, pois permitiu entender a importância da captação de recursos de terceiros, a avaliação dos respectivos custos, o custo de oportunidade e principalmente o entendimento do custo médio ponderado de capital, pois todos estes fatores estão interligados e impactam nesse custo e nesta definição da estrutura, sem considerar o fato de que tudo isso é dinâmico e uma determinada decisão que apresenta um resultado positivo hoje pode não ser tão expressiva em outro momento ou situação. Como este trabalho refere-se a uma pesquisa bibliográfica e a intenção não foi a exploração e esgotamento dos assuntos, sugere-se pesquisas voltadas para as questões práticas de estudo de caso real do cálculo do custo médio ponderado de capital considerando momentos diferentes.

Palavras-chave: Estrutura de capital . Custo médio ponderado de capital . Fonte e origem de capital de

terceiros . Custo de oportunidade

ABSTRACT

Managing business finances is not a simple task, it involves a series of factors and decisions that go beyond making payments and receipts or controlling cash flow, in fact some decisions often occur even before these simple tasks. These decisions help define the direction of the company and have a very significant impact on the results as a whole. Research and studies aimed at understanding the capital structure considering the aspects cost of third-party capital, opportunity cost, sources of resources, weighted average cost of capital are of vital importance. Therefore, this study aimed to research and understand precisely the capital structure with all these aspects. The works found were essential for the author's foundation and were very satisfactory, as they allowed us to understand the importance of raising funds from third parties, the assessment of the respective costs, the opportunity cost and especially the understanding of the weighted average cost of capital, as all These factors are interconnected and impact this cost and this definition of the structure, without considering the fact that all of this is dynamic and a certain decision that presents a positive result today may not be as significant at another time or situation. As this work refers to a bibliographical research and the intention was not to explore and exhaust the subjects, research aimed at the practical issues of a real case study of calculating the weighted average cost of capital at different times is suggested.

Keywords: Capital structure . Weighted average cost of capital. Source and origin of third-party capital. Opportunity cost

INTRODUÇÃO

Administrar uma empresa sob qualquer aspecto não é uma tarefa tão simples quanto às vezes pode parecer, o objetivo das empresas é alcançar bons resultados financeiros. Então, além de ter os processos bem definidos e estruturados em todas as áreas com profissionais qualificados e tecnologias adequadas, o que vai permitir que a empresa alcance seus objetivos de produzir e ou vender bens e serviços, a empresa precisa de gestores preparados para elaborar e acompanhar o planejamento e a execução dos processos e atividades através de relatórios, indicadores e quaisquer outras ferramentas necessárias. Neste sentido, o gestor Financeiro tem um papel fundamental de acompanhar o planejamento e a execução dos processos e atividades financeiras na

empresa. Para isto, utiliza-se das demonstrações financeiras e suas análises através dos principais indicadores.

O gestor financeiro ao analisar o balanço patrimonial através dos indicadores financeiros verifica entre outros fatores a questão relacionada ao endividamento da empresa, e esta questão está diretamente relacionada à estrutura de capital. Estes resultados são os reflexos das decisões de financiamento que foram tomadas no passado e que impactam nos resultados e repercutem no grau de endividamento da empresa, o que pode ser analisado através dos indicadores de endividamento, do fluxo de caixa e do próprio demonstrativo de resultado.

Gerenciar uma empresa e tomar decisões financeiras e de captação de recursos se apresenta como desafios que precisam ser superados. Diante disto, o problema que se apresenta é: Como definir uma estrutura de capital considerando os aspectos: fontes de recursos de terceiros, custo de oportunidade, custo médio ponderado de capital, o peso e a representatividade do capital de terceiros.

Supõem-se que a partir de pesquisas já realizadas e

artigos científicos publicados sejam suficientemente eficazes para o desenvolvimento deste estudo.

Sendo assim, o objetivo deste trabalho foi apresentar subsídios teóricos que permitam uma reflexão e compreensão dos pontos relevantes acerca de: Estrutura de capital, custo de capital de terceiros, custo de capital próprio, custo médio ponderado de capital, custo de oportunidade e fontes e origens de capital.

METODOLOGIA

A metodologia utilizada foi a revisão bibliográfica a partir do referencial teórico abordado na disciplina Advanced corporate finance do mestrado em Administração da Must University e selecionado de acordo com as discussões sobre o tema. Além da introdução, este artigo traz mais três capítulos: O capítulo dois onde foi abordado sobre os seguintes tópicos: origens ou fontes de capitais, custo de capital, estrutura de capital, custo de oportunidade e custo médio ponderado de capital;

no capítulo três traz as considerações finais e o capítulo quatro refere-se às referências bibliográficas.

DESENVOLVIMENTO

ORIGENS OU FONTES DE CAPITAIS

Basicamente existem duas fontes de capitais: Capital próprio que é o capital investido pelos sócios e o capital de terceiros que podem ser captados de diversas maneiras como financiamento e empréstimos. (Cruz et al., 2014)

Considerando que o custo do capital próprio é mais caro do que o de terceiros, os gestores podem pensar em fontes de recursos de terceiros de forma a combiná-los para determinar o custo médio ponderado de capital. O financiamento de longo prazo é o que suporta os ativos de uma empresa. Uma empresa tem algumas alternativas de fontes de recursos, sabe-se que essas fontes são divididas em duas partes: a primeira é o patrimônio líquido, onde

estão o capital social integralizado, as reservas e os lucros acumulados; a segunda que são os recursos de terceiros. (Gitman & Madura, 2003)

O objetivo aqui não é falar sobre cada fonte de recurso, mas, como exemplo de tipos de financiamento, tem: Finame, Leasing, Antecipação de recebíveis, desconto de duplicatas, crowdfunding, microcrédito, debêntures, investimento direto e Mútuo. As empresas podem fazer esses empréstimos junto aos bancos públicos comerciais, bancos públicos de investimento, bancos privados, agências de fomento, fundo de investimento, sites de crowdfunding. (Filho, 2013)

Este trabalho tem um foco no endividamento oriundos de empréstimos e financiamentos, mas existem trabalhos que consideram todo e qualquer recurso que não seja o recurso do sócio, nesse sentido, até o recurso de terceiros oriundos de compras de matérias primas, impostos ainda não repassados ao governo entre outros (Zedebski, 2020)

O capital próprio se refere àqueles valores adquiridos por meio de investimentos feitos pelos sócios proprietários e investidores, através de cotas ou ações. As

cotas são representativas de partes do capital que identificam as características e a composição do capital, bem como a maneira como ele é distribuído entre os membros da sociedade. As ações, por outro lado, representam frações do capital em empresas de capital aberto que são negociadas na bolsa de valores. Também é comum as empresas financiarem suas atividades com os valores provenientes de lucros não distribuídos, destinando esses recursos para finalidades específicas determinadas pelos seus sócios. (Zedebski, 2020)

CUSTO DE CAPITAL

Para os sócios é importante que os resultados gerados sejam suficientes para atingir e até superar as expectativas de retorno das fontes de recursos de tal forma que quanto maior a diferença entre o resultado e o respectivo custo do capital melhor será para a organização. O custo do capital está associado ao risco do negócio e a uma série de variáveis como: empresa já estabelecida e

que apresenta bons resultados, mercado em que atua, o local, entre outros. Inclusive, as grandes empresas têm vantagens pois podem emitir debêntures e ações. (Cruz et al., 2014)

Um fato que deve ser considerado é o custo do capital próprio que é superior ao custo do capital de terceiros, isto porque, enquanto o custo de capital de terceiro é dedutível para o imposto de renda, o custo do capital próprio não tem o mesmo tratamento. Um outro fator é a definição de prazo de resgate, percentual de remuneração que são definidos de forma prévia para o capital de terceiros, já o capital próprio não tem essa mesma preferência. (Cruz et al., 2014)

O acionista só pode receber após todos os credores receberem os juros e o principal programado, mesmo assim, ainda dependerá da decisão da diretoria. Em caso de falência, os ativos são vendidos e o valor arrecadado é distribuído na seguinte ordem: empregados e clientes, governo, credores e por último os acionistas. Com relação ao vencimento, o capital próprio é uma maneira permanente de financiar a empresa, não há vencimento, por isso não se exige restituição. Os acionistas serão

remunerados na medida em que a empresa apresenta bons resultados e como consequência tem valorização das ações e recebimento de dividendos. Aqui o autor também tem o mesmo posicionamento com relação ao tratamento fiscal dado aos juros sobre o empréstimo e aos juros sobre o capital próprio, enquanto em um se tem o privilégio da dedução para efeito de imposto de renda no outro, não se tem essa vantagem, o que fortalece ainda mais o alto custo do capital próprio. (Gitman & Madura, 2003)

Custo de capital é o retorno que uma empresa espera receber sobre os investimentos de forma a preservar o valor de mercado de suas ações, considera-se também a taxa de retorno pelos fornecedores de capital do mercado de forma a atraí-los para investirem na empresa. O custo de capital é um conceito muito importante, um número utilizado para decisões de investimentos selecionados e analisados pela empresa que pode aumentar ou reduzir o valor das ações (Gitman & Madura, 2003). Segundo o autor, os títulos da dívida privada são a principal fonte de capital da dívida e o custo da dívida é menor do que o de outras fontes de financiamento.

Existem duas maneiras para se chegar a taxa de

retorno do capital próprio: A primeira é encontrar a média dos retornos esperados por empresas e mercados semelhantes, a segunda é através do CAPM (Capital Asset Pricing Model) a fórmula é a seguinte: ks=FR+βs(ERM-RF. O β é uma medida de risco relativa, em um investimento que não tem risco o β é igual a zero, investimento muito arriscado o β é 1,6 e as empresas, na média, apresentam um risco com o β igual a 1 (Zedebski, 2020)

RF	Taxa de aplicação em renda Fixa
S	Medida de risco do Ativo S
Erm	Retorno esperado do mercado
(Erm - RF)	Prêmio de risco de mercado

Tabela 1 Fonte (Zedebski, 2020) elaborado pelo autor

ESTRUTURA DE CAPITAL

É a composição da dívida de longo prazo e o capital próprio definido pela empresa. Essa definição da estrutura é uma decisão extremamente complexa. A definição de estrutura de capital incorreta pode gerar um custo alto de capital, o que consequentemente reduzirá o valor presente líquido dos projetos, inviabilizando-os, reduzindo assim o valor da empresa. (Gitman & Madura, 2003)

A estrutura de capital vai se transformando na medida em que os sócios colocam recursos na empresa, a partir dos lucros auferidos e conforme a empresa vai captando recursos através de financiamentos. É a partir desses recursos que funciona, sendo às vezes necessário recorrer a essas fontes de capital de terceiros das mais diversas naturezas. (Filho, 2013)

As decisões financeiras de capital abrangem a obtenção e distribuição de recursos, seja por meio da emissão de títulos de dívida ou ações, ou através de várias fontes de financiamento, como empréstimos e capital próprio. A estrutura de capital de uma empresa que reflete essas decisões tem o objetivo de reduzir o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) da empresa. Essas

escolhas desempenham um papel fundamental na maximização do valor da empresa e da riqueza dos acionistas, que é a principal responsabilidade da gestão financeira. (Peris, 2020)

(Zedebski, 2020) Nesta pesquisa foi observado uma análise de endividamento oneroso no qual o autor calcula o percentual de participação do endividamento oneroso considerando a seguinte fórmula a soma das dívidas com terceiros que incorre pagamento de juros quer seja de curto ou longo prazo e divide pelo total do ativo, o percentual encontrado significa essa participação de terceiro na estrutura de capital. Aqui o autor inclui outras obrigações onerosas do passivo não circulante.

CUSTO DE OPORTUNIDADE

(Peris, 2020) Na definição da estrutura de capital com decisão de captação de recursos de terceiros para aplicação em seus projetos ou no aumento de capital ou mesmo na abertura de capital e até na utilização de

recursos oriundos de resultados de lucros acumulados é importante considerar o custo de oportunidade. Uma empresa sólida e lucrativa que tem uma boa definição da sua estrutura de capital, inclusive com uma diversificação ou homogeneidade das fontes de recursos de terceiros precisa considerar até que ponto essa estrutura é ótima no aspecto custo médio ponderado de capital. Supondo hipoteticamente que a empresa começa a obter resultados bem acima do esperado e ao invés de distribuir os resultados resolve amortizar uma dívida de longo prazo ou mesmo investir na operação, na medida que este fato ocorre a empresa tem a sua estrutura de capital modificada, logo impactando no custo médio de capital, que agora, possivelmente, será maior, pois a empresa aumentou a participação dos sócios nessa estrutura e o custo dos sócios normalmente costuma ser maior.

Esses aspectos da estrutura, do custo de capital de terceiros, de capital próprio, da maior participação dos sócios na estrutura, da aplicação dos recursos oriundos de resultados nessa estrutura, da diversificação dos empréstimos e financiamentos devem ser pensados considerando o custo de oportunidade. (Peris, 2020)

O custo de oportunidade pode ser considerado uma determinada possibilidade de escolha recusada ao decidir por outra escolha. O custo de oportunidade é um conceito essencial na economia, representando o valor que é sacrificado pela empresa ao optar por uma alternativa em detrimento de outra, especialmente quando os recursos são limitados. Em síntese, ele equivale ao valor perdido da opção mais favorável que não é escolhida quando uma decisão é tomada. (Peris, 2020)

CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

Ao conhecer os custos das fontes de recursos é possível compreender os respectivos pesos que cada fonte tem sobre a estrutura de capital através do custo médio ponderado de capital, conhecido pela sigla em inglês WACC (Weighted Average Cost of Capital). O WACC mede o valor operacional da empresa ao considerar a participação do capital de terceiros e do capital próprio sobre o total do investimento.

Em um exemplo hipotético em que a empresa XYZ com um investimento de 10 milhões onde 60% dos recursos são financiados através de capital próprio e 40% através de capital de terceiros da seguinte forma: banco A 10%, banco B 20%, banco C 7% e banco D 3%. Sabendo que os custos dos financiamentos de terceiros são respectivamente 10%, 8%, 15% e 17%. Então o custo do capital de terceiros seria conforme tabela abaixo:

Cálculo hipotético do custo do capital de terceiros

Capital de terceiros	Peso	Valor	Custo bruto	IR e CSLL	Custo líquido KD = kd(1-IR)
Banco A	10%	1.000.000	10%	34%	6,60%
Banco B	20%	2.000.000	8%	34%	5,28%
Banco C	7%	700.000	15%	34%	9,90%
Banco D	3%	300.000	17%	34%	11,22%

Tabela 2 Elaborado pelo autor – fonte: Finanças corporativas

Neste caso, onde se tem um empréstimo ou financiamento de 17% com uma participação de 3% isso

não onera de forma expressiva o custo total tendo em vista a relevância da pequena participação, que poderá ser observado na coluna de participação da tabela 3, por outro lado no caso do financiamento onde a participação é de 20% do investimento total e o custo bruto é de 8% que quando aplicado a vantagem tributária esse custo cai para 5,28% esse sim tem um peso expressivo mais próximo do custo médio de capital de terceiros. Supondo um mundo perfeito, a melhor situação seria uma maior participação do banco B na estrutura de capital. Curiosamente, mesmo no banco D cujo custo é o mais alto, ainda é mais vantajoso do que o custo do capital próprio devido ao fato dessa despesa poder ser deduzida para efeito de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, conforme cálculo demonstrado na tabela 3.

O objetivo deste tópico é chegar no custo médio ponderado de capital, a primeira parte foi realizar o cálculo do custo do capital de terceiros, neste caso, foram várias fontes com taxas de juros e participação em relação ao investimento total diferentes. O próximo passo é realizar o cálculo do custo do capital próprio. Para isto vamos a outro exemplo hipotético em que a empresa XYZ com um

investimento de 10 milhões onde 60% dos recursos são financiados através de capital próprio. Em uma projeção onde a empresa vai crescer 1,4 vez mais que seu segmento de mercado, supondo que a taxa livre de risco seja 4,60% ao ano e o retorno esperado do mercado seja de 12%. A fórmula é a seguinte: Ke = RF + (Rm - RF) β

Baseado nos dados hipotéticos informados e com a aplicação da fórmula do custo do capital próprio, o custo do capital próprio é de 14,96%

O segundo passo foi calcular o custo do capital próprio, o terceiro e último passo é calcular o custo médio ponderado do capital da empresa. Para isto basta verificar a participação de cada um, ou seja, o peso de cada um e o seu respectivo custo líquido. Conforme tabela abaixo:

Cálculo hipotético do custo médio ponderado de capital

Capital	Peso	Valor	Custo bruto	IR e CSLL	Custo líquido	Participação
Capital próprio	60%	6.000.000			14,96%	8,98%

Banco A	10%	1.000.000	10%	34%	6,60%	0,66%
Banco B	20%	2.000.000	8%	34%	5,28%	1,06%
Banco C	7%	700.000	15%	34%	9,90%	0,69%
Banco D	3%	300.000	17%	34%	11,22%	0,34%
Total		**10.000.000**			**WACC**	**11,72%**

Tabela 3 Elaborado pelo autor – fonte: Finanças corporativas

Embora o custo do capital próprio seja de 14,96% e considerando que a empresa tem custo de capital de terceiros de até 17% o custo médio ponderado de capital foi de 11,72%, isto se deve a dois fatores: Primeiro o peso na participação de cada um desses financiadores, segundo a vantagem tributária que se tem com relação ao IR e a CSLL quando se trata de custo de capital de terceiros.

Fórmula utilizada para o cálculo do custo médio ponderado de capital CMPC = kd (1-IR) D/(D+S) + Ks S/(D+S) ou CMPC = kd (1-IR) (%D +Ks(%S) (Zedebski, 2020)

Detalhamento da fórmula do custo médio ponderado de capital

%D	É o percentual de endividamento da empresa
%S	É o percentual de capital dos sócios na empresa
(D+S)	É o capital total investido por sócios e credores na empresa
D/(D+S)	É o percentual de capital de dívidas de terceiros na empresa toda
S/(D+S)	É o percentual de capital dos sócios na empresa toda

Tabela 4 fonte: (Zedebski, 2020) Elaborada pelo autor

Para demonstrar esse cálculo será utilizado as mesmas informações hipotéticas da empresa XYZ. O custo do capital de terceiros seria:

kd = {R$ 1.000.000,00(10%) + R$ 2.000.000,00(8%) + R$ 700.000,00(15% + 300.000,00(17%)}/R$ 4.000.000,00

kd = 0,104 = 10,40%

O custo do capital próprio já foi calculado no exemplo através da fórmula Ke = RF + (Rm - RF) B

Ke = 14,96%

Para realizar o CMPC utiliza se a fórmula CMPC = kd (1-IR) D/(D+S) + Ks S/(D+S) ou CMPC = kd (1-IR) (%D +Ks(%S)

Neste caso, baseado nos dados e informações hipotéticas e nos custos de capital de terceiros e próprio teria o seguinte resultado: kd = 10,40% e ks = 14,96, capital próprio participação de 60% e imposto de renda e contribuição sobre o lucro líquido de 34%.

CMPC = (10,40%*0,66*40%) + (14,96*60%) = 11,72

CMPC = (10,40%*0,66)*R$4.000.000,00/(R$4.000.000+R$6.000.000)+14,96%*(R$6.000.000,00/(R$4.000.000,00+R$6.000.000,00) = 0,1172 = 11,72%.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este texto teve como objetivo pesquisar e entender a estrutura de capital nas empresas considerando os aspectos relacionados a: fontes de recursos, custo de capital de terceiros, custo de capital próprio, custo médio ponderado de capital e o custo de oportunidade. Foi possível entender como cada um destes fatores influenciam na definição da estrutura de capital. Um ponto considerado como importante nessa estrutura é o custo de capital próprio que em uma situação onde a economia está equilibrada tende a ser maior que o custo de capital de terceiros, neste sentido, no próprio exemplo da empresa XYZ a empresa poderia aumentar a participação de capital de terceiros que ainda assim teria uma boa estrutura de capital com um custo médio ponderado de capital abaixo de 11,72%.

Dois fatores importantes que foram estudados foram a diversificação do endividamento e o benefício do endividamento de terceiros para efeito de IR e CSLL, estes pontos se mostraram fundamentais na definição da

estrutura de capital. Neste trabalho, o propósito não foi o esgotamento máximo de cada tópico, considerando que o tema é extenso e que envolve uma série de variáveis internas e externas: econômicas, políticas, concorrência, administrativa, estrutura de custos, de preço entre outros, sugere-se pesquisas voltadas para as questões práticas de estudo de caso real do cálculo do custo médio ponderado de capital de momentos diferentes.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CRUZ, J. A. W. et al. Finanças Corporativas: Análise de Demonstrativos Contábeis e de Investimentos. 1. ed. Intersaberes, 2014. [Disponível em: https://plataforma.bvirtual.com.br/Acervo/Publicacao/14842]

FILHO, V. P. F. Finanças. Pearson, 2013. [Disponível em: https://plataforma.bvirtual.com.br/Acervo/Publicacao/22127]

GITMAN, L. J.; MADURA, J. Administração financeira: Uma abordagem gerencial. 1. ed. Pearson, 2003. [Disponível em: https://plataforma.bvirtual.com.br/Acervo/Publicacao/351]

PERIS, R. W. Finanças corporativas: Vol. 1. Contentus, 2020. [Disponível em: https://plataforma.bvirtual.com.br/Acervo/Publicacao/186449]

ZEDEBSKI, E. M. Gestão financeira. 1. ed. Contentus, 2020. [Disponível em: https://plataforma.bvirtual.com.br/Acervo/Publicacao/184498]