

# O IMPACTO DA ESTRUTURA DE CAPITAL NO VALOR DA EMPRESA

Aramis de Queiroz Silva<sup>1</sup>

Bárbara Damasio dos Reis<sup>2</sup>

Danilo Marcos Leme Fukuoka<sup>3</sup>

Dilcimar Gomes de Araújo<sup>4</sup>

Samir Ibrahim Elias<sup>5</sup>

**Resumo:** A estrutura de capital é um dos assuntos desenvolvidos pelas teorias de finanças corporativas mais complexos e significativos e refere-se à composição das fontes de financiamento que uma empresa utiliza para operar e expandir seus negócios, minimizar o custo de capital, otimizar a relação custo-benefício, flexibilidade financeira, solvência, entre outros. As duas principais teorias sobre a estrutura de capital da empresa são a teoria *Pecking Order* e a teoria de *Trade-off*. Este trabalho teve como objetivo analisar a relação entre a estrutura de capital das empresas e seu impacto no valor empresarial. O método de pesquisa adotado para fundamentar o desenvolvimento acerca do questionamento proposto foi embasado em pesquisa bibliográfica. Após pesquisar a literatura acerca da estrutura de capital e o impacto sobre o valor de mercado da empresa, observou-se que apesar da existência de uma série de estudos teóricos, não há uma resposta unânime sobre a

1 Graduação em Ciências Contábeis. Especialista em Gestão de Contas Pública, Contabilidade Pública e Responsabilidade Fiscal. Mestrando em Administração pela Must University. E-mail: aramis.queiroz01@gmail.com

2 Graduada em Administração de Empresas pela Universidade Gama Filho. Especialista em Recursos Humanos pela Uninter. Especialista em Direito público e em Lei Geral de Proteção de Dados pela Legale Educacional. Mestranda em Administração pela Must University. E-mail: barbaradamasio@outlook.com

3 Graduação em Engenharia Civil pela UNIP. Especialista em Engenharia de Segurança do Trabalho pela FEF e MBA em Gestão de Projetos pela FAVENI. Mestrando em Administração pela Must University. E-mail: fukuokadanilo@gmail.com

4 Graduação em Administração Pública pela UFOP. Especialista em Gestão Pública Municipal pela UFV. Especialista em Gestão de TI pela UNIP. Especialista em Docência no Ensino Superior pela UNIVÉRTIX. Mestrando em Administração pela Must University. E-mail: dilcimar.araujo@gmail.com

5 Graduação em Letras Português/Inglês e Pedagogia pela UniCesumar. Graduação em Comércio Exterior pela UNINTER. Especialista em Gestão de Riscos e Cibersegurança pela Faculdade Focus. Especialista em Gestão Pública pela AVM Educacional. MBA em Finanças Corporativas pela ESAB. MBA em Governança Corporativa pela Unyleya. Especialista em Gestão Escolar pela UNIBF. Especialista em Ensino Bilíngue pela Anhembí Morumbi. Mestrando em Administração pela Must University. E-mail: siebrahim@hotmail.com

estrutura de capital ideal para uma organização. De acordo com as proposições de Modigliani e Miller, não há relação entre estrutura de capital e valor de mercado da empresa, independe da estrutura de capital o valor da empresa será o mesmo. Conforme a empresa eleve a proporção de dívida, o capital próprio remanescente se torna mais arriscado. Portanto, o custo do capital próprio também é elevado devido ao aumento do risco, equilibrando os resultados de forma exata.

**Palavras-chave:** Estrutura de Capital. Finanças Corporativas. Valor Empresarial.

**Abstract:** The capital structure is one of the most complex and significant subjects developed by corporate finance theories, referring to the composition of funding sources that a company utilizes to operate and expand its business, minimize the cost of capital, optimize the cost-benefit ratio, financial flexibility, solvency, among others. The two main theories regarding a company's capital structure are the Pecking Order theory and the Trade-off theory. This study aimed to analyze the relationship between the capital structure of companies and its impact on business value. The research method adopted to support the development of the proposed question was based on a literature review. After researching the literature on capital structure and its impact on a company's market value, it was observed that despite the existence of numerous theoretical studies, there is no unanimous answer regarding the ideal capital structure for an organization. According to Modigliani and Miller's propositions, there is no relationship between capital structure and a company's market value; the company's value remains the same regardless of its capital structure. As the company increases its debt proportion, the remaining equity becomes riskier. Consequently, the cost of equity also rises due to increased risk, balancing the results exactly.

**Keywords:** Capital Structure. Corporate Finance. Business Value.

## 1 Introdução

O objetivo geral das atividades operacionais de uma organização comercial, como destacado por Brealey, Myers e Allen (2013), consiste em maximizar os lucros por meio do uso eficaz dos ativos disponíveis na corporação e aumentar o valor da organização, gerando retornos mais substantivos do investimento empresarial.

Para a operacionalização dessas atividades, carecem de diversos ativos que geram fluxo de caixa para a empresa. No entanto, para obtenção desses

ativos são necessários recursos financeiros, que podem ser captados de duas formas: por meio de capital de terceiros e capital próprio, representados por credores e acionistas, respectivamente.

A estrutura de capital de uma empresa se refere à composição das fontes de financiamento que ela utiliza para operar e expandir seus negócios. A escolha entre capital de terceiros e capital próprio depende de diversos fatores, incluindo as condições do mercado acionário, as taxas de juros e as condições dos mercados de dívida, como destacado por Gitman (2010). Além disso, geralmente, a dívida tem um custo menor em comparação com o capital próprio, no entanto, adicioná-la à estrutura de capital da empresa cria alavancagem financeira. O capital próprio remanescente se torna mais arriscado e, por conseguinte, eleva o custo do capital próprio.

As duas principais teorias que tratam da estrutura de capital das empresas são a teoria *Pecking Order* e a teoria de *trade-off*, assim definidas por Correa, Basso e Nakamura (2013). A teoria de *Pecking Order* pressupõe a existência de hierarquia no uso de fontes de captação de recurso. Enquanto a teoria *trade-off* consiste na existência de estrutura de meta de capital definida e perseguida pela organização.

A alavancagem consiste no uso de ativos ou fundos a custo fixo para potencializar os retornos aos proprietários da organização, mas que também está diretamente relacionada ao risco. O nível de alavancagem na estrutura de capital da organização pode afetar significativamente seu valor, influenciando tanto o retorno quanto o risco associado.

Esse artigo tem como propósito responder ao seguinte questionamento, como a estrutura de capital impacta a capacidade de captação de recurso e o valor de mercado de uma empresa? Dessa forma, este estudo tem como objetivo analisar a relação entre a estrutura de capital das empresas e seu impacto no valor empresarial. Com relação aos procedimentos metodológicos utilizados para desenvolver esta pesquisa para fundamentar o desenvolvimento acerca do questionamento proposto, será embasado em pesquisa bibliográfica baseada em publicações disponíveis na literatura, trazendo posicionamento pontuais de alguns autores experientes na área. Beuren (2009) afirma que a pesquisa bibliográfica, por ser de natureza teórica, é parte obrigatória, pois é por meio dela que tomamos conhecimento sobre o assunto abordado.

O presente artigo está estruturado em dois capítulos, no Capítulo 1, será apresentado o conceito e os principais objetivos da estrutura de capital, visão geral sobre as principais teorias empresa e o impacto da

estrutura de capital sobre o valor da empresa. Em seguida, o Capítulo 2, serão apresentadas as considerações finais, destacando as principais conclusões e contribuições do estudo.

## **2 Estrutura de capital e impacto sobre o valor da empresa**

### *2.1 Conceitos e objetivos*

Brealey et al. (2013) destacam que o objetivo geral das atividades operacionais de uma organização comercial consiste em maximizar os lucros por meio do uso eficaz dos ativos disponíveis na corporação e aumentar o valor da organização, gerando retornos mais substantivos do investimento empresarial.

De acordo com Kovacevic (2022), há um consenso na teoria financeira moderna de que todas as decisões de caráter financeiro ou de investimento devem ser direcionadas para o aumento do valor da corporação. Aumento do valor da corporação é um conceito mais complexo, pois não se resume apenas aos resultados, mas também aos recursos gastos para forma esses resultados.

Além do mais, para a operacionalização das atividades, as organizações carecem de diversos ativos que geram fluxo de caixa para a empresa. No entanto, para a obtenção desses ativos, são necessários recursos financeiros, que podem ser captados de duas formas: por meio de capital de terceiros e capital próprio, representados por credores e acionistas, respectivamente, como destacado por Brealey et al. (2013).

A estrutura de capital de uma empresa, de acordo com Gitman (2010), refere-se à composição das fontes de financiamento que ela utiliza para operar e expandir seus negócios, minimizar o custo de capital, otimizar a relação custo-benefício, flexibilidade financeira, solvência, entre outros.

A decisão sobre a composição ideal da estrutura de capital de determinada empresa depende de diversos fatores, incluindo as condições do mercado acionário, as taxas de juros e as condições dos mercados de dívida. Além disso, define que a estrutura de capital ideal é aquela que minimiza o custo médio ponderado de capital.

Nesse contexto, para Iudícibus (2020), não existem regras estabelecidas que definam uma ótima composição da estrutura de capital

de cada empreendimento. A análise sobre fatores como a natureza do endividamento, as taxas de juros e as despesas reais de financiamentos devem ser priorizadas em relação ao nível absoluto de tais quotas. Todavia, a desproporção de capital de terceiros sobre capital próprio não poderá ser significativa por muito tempo, pois poderá afetar a rentabilidade da empresa que até determinado ponto se beneficiou pelos efeitos da alavancagem dos recursos de terceiros.

## 2.2 Teorias da estrutura de capital

As duas principais teorias sobre estrutura de capital das empresas são a teoria *Pecking Order*, Teoria de Hierarquização de Fontes de Financiamento, e a teoria de *trade-off*. A teoria de *Pecking Order* pressupõe a existência de hierarquia no uso de fontes de captação de recurso. Enquanto a teoria *trade-off* consiste na existência de uma estrutura de meta de capital definida e perseguida pela organização, assim definidas por Correa et al. (2013).

Segundo Henrique, Silva, Soares & da Silva (2018), a teoria do *trade-off* está fundamentada nas premissas da economia fiscal estimada pelo uso crescente da dívida e aos custos de falência esperados em decorrência do excesso de endividamento.

Por sua vez, a teoria *Pecking Order* decorre de um financiamento hierarquizado, mobilização de recursos de terceiros via mercado de capital ou mercado bancário, em que os recursos gerados internamente teriam prioridade, em seguida a emissão de dívidas e em último caso emissão de novas ações, Medeiros & Daher (2005).

Os resultados do estudo desenvolvido por Correa et al. (2013) sugerem que a teoria *Pecking Order* é mais consistente para explicar a estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. Além do mais, demonstrou baixa velocidade no ajuste composição ao nível estabelecido, no indicativo de elevado custo de transação e ratificaram o comportamento de *Pecking Order* dos administradores.

Entretanto, no contexto dos assuntos desenvolvidos pelas teorias de finanças corporativas, a estrutura de capital é um dos mais significativos e complexos. Apesar da existência de uma série de pesquisas teóricas não há uma resposta definida e unânime sobre a melhor estrutura de capital para uma organização, de acordo com Henrique et al. (2018). Além disso, as decisões relacionadas à estrutura de capital dependem da escolha do

projeto, ou vice-versa, e devem ser consideradas conjuntamente com as decisões de investimento e de financiamento, de acordo com Brealey et al. (2013).

### *2.3 Estrutura de capital e o valor da empresa*

Rossetti (2008) considera que a estrutura de capital é relevante para o desenvolvimento do valor da empresa. Entretanto, essa significância apenas será manifestada se o custo do capital for inferior ao retorno do capital investido na organização.

Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan (2015), com base nos resultados das Proposições de Modigliani e Miller (M&M), sugerem que não é possível que os gestores alterem o valor de mercado de uma empresa alterando as proporções da estrutura de capital, independente da estrutura de capital, o valor da empresa permanecerá o mesmo. Embora o capital de terceiros pareça ser menos oneroso que o capital próprio, o custo total do capital da empresa não pode ser reduzido na proporção que o capital próprio for substituído por dívida.

Conforme a empresa eleve a proporção de dívida, o capital próprio remanescente se torna mais arriscado. Por conseguinte, o custo do capital próprio também é elevado devido ao aumento do risco. Dessa forma, concluem que os dois efeitos se equilibram de forma exata, que tanto o valor da empresa quanto o custo total do capital não variam com a alteração da proporção de dívida na composição da estrutura de capital.

## **3 Considerações finais**

O objetivo principal deste artigo foi analisar a relação entre a estrutura de capital das empresas e seu impacto no valor empresarial. Após pesquisar a literatura acerca da estrutura de capital e o impacto sobre o valor de mercado da empresa, observou-se que a estrutura de capital é um dos assuntos desenvolvidos pelas teorias de finanças corporativas mais complexos e significativos e refere-se à composição das fontes de financiamento que uma empresa utiliza para operar e expandir seus negócios, minimizar o custo de capital, otimizar a relação custo-benefício, flexibilidade financeira, solvência, entre outros.

As duas principais teorias sobre a estrutura de capital da empresa

são a teoria *Pecking Order* e a teoria de *Trade-off*. A primeira pressupõe a existência de hierarquia no uso de fontes de captação de recurso, enquanto a segunda consiste na existência de uma estrutura de meta de capital definida e perseguida pela organização. A teoria *Pecking Order* é mais consistente para explicar a estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. No entanto, apesar da existência de uma série de estudos teóricos, não há uma resposta unânime sobre a estrutura de capital ideal para uma organização.

Por fim, as Proposições de Modigliani e Miller sugerem que não há relação entre estrutura de capital e valor de mercado da empresa. Independe da estrutura de capital o valor da empresa será o mesmo. Apesar que o capital de terceiros parece ser menos oneroso que o capital próprio, conforme a empresa eleve a proporção de dívida, o capital próprio remanescente se torna mais arriscado. Portanto, o custo do capital próprio também é elevado devido ao aumento do risco. Assim, os resultados se equilibram de forma exata, tanto o valor da empresa como o custo total do capital não variam com a alteração da proporção de dívida na composição da estrutura de capital.

## Referências

Beuren, I. M. et al. (2009). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. (3ª ed.). São Paulo: Atlas.

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2013). *Princípios de finanças corporativas*. (10ª ed.). Porto Alegre: AMGH.

Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de *pecking order* e *trade-off*, usando panel data. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14, 106-133. Recuperado em 1 de setembro, 2023 de < <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000400005>>.

Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira*. (12. ed.). São Paulo: Pearson Prentice Hall.

Henrique, M. R., Silva, S. B., Soares, W. A., & da Silva, S. R. (2018). Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras: uma análise empírica das teorias de *Pecking Order* e *Trade-Off* no período de 2005 e 2014. *Revista Ibero Americana de Estratégia*, 17(1), 130-144. Recuperado em 20 de agosto, 2023 de < <https://www.redalyc.org/journal/3312/331259755010/331259755010.pdf>>.

Iudícibus, S. (2020). *Contabilidade gerencial: da teoria à prática*. (7º ed.). São Paulo: Atlas.

Kovacevic, M. S. B. (2022). *Finanças corporativas avançadas*. Flórida: Must University.

Medeiros, O. R. D., & Daher, C. E. (2005). Testando a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16, 37-45. Recuperado em 20 de agosto, 2023 de < <https://doi.org/10.1590/S1519-70772005000100003>>.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., & Jordan, B. D. (2015). *Administração financeira: versão brasileira de Corporate finance*. (10ª ed.). Porto Alegre: AMGH.

Rosseltti, J. P. et al. (2008). *Finanças corporativas: teoria e prática empresarial no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier.