

Custo de capital

Graziela Costa de Paula Silva¹; Sergio Antônio Loureiro Escuder¹

¹ MBA Executivo de Controladoria e Planejamento Tributário à Universidade Santa Cecília.

² Professor Universidade Santa Cecília.

Resumo

O presente artigo tem como objetivo debater de maneira conceitual sobre a importância de estimar o custo de capital em empresas de capital fechado. A justificativa para a escolha do tema baseia-se na sua relevância, além da expectativa de contribuir para o âmbito acadêmico. O método de pesquisa utilizado foi de natureza qualitativa, com pesquisa do tipo bibliográfica. Dentre as principais obras, foi possível concluir que para as empresas de capital fechado, a estimativa do custo de capital auxilia, especialmente no conhecimento dos riscos, o que permite tanto alocar os recursos internos de forma mais adequada e diversificada, quanto mensurar o desempenho e remunerar melhor os acionistas. Elementos que são fundamentais no desenvolvimento estratégico da empresa e criação de valor.

Palavras-chave: Custo de capital; capital fechado; riscos; acionistas.

Abstract

The main objective of this article is to discuss in a conceptual way the importance of estimating the cost of capital in private companies. The justification for choosing the theme is based on its relevance in addition to the expectation of contributing to the academic field. The research method used was of a qualitative nature, with research of the bibliographic type. Among the main works, it was possible to conclude that for private companies, capital cost estimation assists, especially in the knowledge of risks, which allows both to allocate internal resources more adequately and more diversely, and to measure performance and better remunerate shareholders. Elements that are fundamental in the strategic development of the company and creation of value.

Keywords: Cost of capital; closed capital; dangers; shareholders.

O dinheiro é o motor dos negócios.
Sem ele, não há vida empresarial.
(CHIAVENATO, 2014, p.1)

Introdução

Toda empresa necessita de capitais para existir, crescer e investir. O interesse das empresas em estimar o custo de capital se tornou cada vez mais evidente no mundo corporativo e tem crescido consideravelmente. As expectativas são de que a

empresa gere um retorno maior aos custos dos recursos investidos, criando valor aos acionistas e maximizando riquezas.

Entende-se que estimar o custo de capital é uma das tarefas mais relevantes do processo de avaliação de empresas, é necessário estabelecer medidas de desempenho de forma mais eficazes, decisões mais concretas, alocação dos recursos internos de maneira mais adequada e por fim, um retorno aos seus acionistas maior do que o esperado. Assim, quantificar o efeito do risco no custo de capital para empresas que possuem seu capital fechado – ações não cotadas em bolsa - se torna um dos maiores desafios. Os modelos de cálculos encontrados na literatura são voltados quase que exclusivamente a empresas de capital aberto em virtude da facilidade de obtenção das informações.

A apuração adequada para estimar os riscos de uma empresa impacta diretamente no incentivo que os executivos terão para adotar projetos caso seu capital seja muito reduzido, em relação ao risco associado. Por outro lado, se o custo for elevado em relação ao risco, a empresa tende a rejeitar um projeto que poderia ser, estrategicamente interessante, já que, embora tivesse vantagens competitivas, sua apuração poderia ser equivocada.

Em vista do cenário supra exposto, desenha-se como objetivo central do presente artigo, debater de maneira conceitual sobre a importância do custo de capital em empresas de capital fechado. A fim de traçar um caminho coerente para o desenvolvimento do tema, elencam-se como objetivos específicos: conceituar o custo de capital; abordar sobre a estrutura de capital; tratar sobre a alavancagem e capital próprio; e, debater sobre a importância do custo de capital em empresas de capital fechado.

Sendo assim, a problemática de pesquisa a ser solucionada neste artigo baseia-se na questão: qual é a importância do custo de capital em empresas de capital fechado? O presente artigo justifica-se, pois pretende contribuir para o âmbito acadêmico oferecendo através da pesquisa em tela uma visão diferenciada acerca do tema, ampliando o material teórico, que poderá ser utilizado a fim de desenvolver estudos e pesquisas posteriores, estimular o aprofundamento sobre o tema, assuntos relacionados e demais vertentes científicas que possam originar-se a partir do interesse por este.

Sobre o método de pesquisa empreendido Lakatos e Marconi (2015, p. 15) definem que “Pesquisar não é apenas procurar a verdade; é encontrar respostas para questões propostas, utilizando métodos científicos”, através desta ótica é possível notar que a pesquisa é algo mais amplo do que se imagina em um primeiro momento. Segundo Santos e Candeloro (2006) existem duas naturezas diferentes para uma pesquisa metodológica, são elas, qualitativa e quantitativa. Sendo assim:

A pesquisa de natureza qualitativa é aquela que permite que o acadêmico levante dados subjetivos, bem como outros níveis de consciência da população estudada, a partir de depoimentos dos entrevistados, ou seja, informações pertinentes ao universo a ser investigado, que leve em conta a ideia de processo, de visão sistêmica, de significações e de contexto cultural. [...] A pesquisa quantitativa é a que tem o objetivo de mensurar algumas variáveis, transformando os dados alcançados em ilustrações como tabelas, quadros, gráficos ou figuras. [...] Em geral, o instrumento de levantamento de dados mais adequado a este tipo de pesquisa é o questionário, em que questões fechadas correspondem a respostas codificadas (SANTOS e CANDELORO, 2006, p.71-72).

Desta forma, a metodologia escolhida para a criação deste trabalho é qualitativa, buscando assim, levantar todas as informações teóricas a fim de se chegar à conclusão, utilizando-se de abordagem exploratória através de pesquisa do tipo bibliográfica para colher e avaliar os dados, as pesquisas bibliográficas podem ser através de obras ou artigos científicos (GIL, 2017).

1. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

1.1 Custo de capital

O custo de capital de uma empresa reflete, em sua essência, na remuneração mínima exigida pelos credores e acionistas, pois indica criação de riqueza econômica aos proprietários quando o retorno operacional for maior que a taxa requerida de retorno determinada pela alocação de capital. Na determinação do custo total de capital os acionistas (capital próprio) devem exigir uma remuneração superior que os credores (capital de terceiros).

Assaf (2014) ressalta que a qualidade no desempenho do capital investido é revelada quando o resultado das operações da empresa supera o seu custo total de captação, gerando valor econômico em suas decisões financeiras e estratégicas.

Para Martelanc (1998) há quatro fatores que determinam o custo de capital: as condições econômicas, as condições de mercado, as financeiras e operacionais e a quantidade de financiamento para realizar novos investimentos. O risco total de uma empresa é composto pela análise conjunta de todos estes fatores

Segundo Assaf (2014), existe dois tipos de riscos envolvidos em um projeto: o risco sistemático e o não sistemático. O sistemático é um risco incontrollável, que influencia um grande número de ativos, cujo efeito possui amplitude igual ao de mercado como um todo. Oscilações no sistema político, social e econômico e na taxa e juros são fontes de risco sistemático. Em contrapartida, o risco não sistemático afeta um único ativo ou um pequeno grupo, permite ser medido e reduzido por meio de estratégias, conhecimentos específicos, entre outras medidas. As principais fontes deste do risco não sistemático são as características da própria empresa ou setor, os riscos financeiros e os riscos administrativos.

Por meio da diversificação é possível reduzir o risco não sistemático, pois deriva dos perigos específicos a que uma empresa isolada está sujeita, por exemplo, impacto dos concorrentes em forma de ameaça. Os especialistas reforçam a importância da análise do risco não sistemático, quando se tratar de um processo de avaliação de uma única empresa. Já os riscos de mercado não se podem evitar mesmo diversificando os investimentos.

O custo de capital, conforme Sanvicente (2010) será o preço pago pela empresa sobre os fundos obtidos junto às suas fontes de capital. Com a aplicação dos recursos com retornos superiores ao custo de capital, a empresa poderá ampliar os resultados passados aos investidores. Desta forma as técnicas para estimar o custo de capital precisam ser muito bem exploradas considerando o impacto na estrutura de capital como um todo.

Groppelli e Nikbakht (2010) defende que para apurar a rentabilidade desejada é necessário ter um ponto de referência, conhecido como taxa requerida de retorno. Este conceito refere-se ao mínimo de receitas futuras que um investidor aceitará ao escolher um investimento, ou seja, o retorno que pretende receber ao assumir o risco do investimento. Sendo assim, teoricamente, toda decisão de investimento que promove um retorno maior do que seu custo de capital cria valor aos acionistas.

Por via de regra, o custo de capital é a taxa de retorno que a empresa pagará aos seus investidores com o intuito de que os mesmos continuem acreditando no crescimento da empresa e arriscando em seus projetos. Para a empresa captar recursos mais vantajosos ela terá que ter uma taxa de retorno superior ao seu custo de capital. Desta forma, os investidores precisam ser muito bem recompensados monetariamente por assumirem o risco do projeto, quer seja o nível do risco assumido.

Partindo deste princípio podemos afirmar que os investidores estabelecem uma taxa de retorno para cada ativo que pretende investir;

- Projeto com retorno superior ao custo de capital, aumenta o valor da empresa;
- Projeto com retorno inferior ao custo de capital, reduz o valor da empresa.

Madura (2009) considera o custo de capital como um conceito de extrema importância, pois, funciona como uma ligação entre as decisões de investimento a longo prazo da empresa e a riqueza determinada pelos investidores, o quanto a empresa deve ganhar sobre os seus projetos, para manter o seu valor de mercado. O autor defende o conceito como “um número mágico” utilizado para decidir se um investimento afetará ou não o preço das ações. Somente investimentos com perspectiva de aumentar os preços das ações seriam recomendados.

Martins (2009) comenta que o custo de capital na qualidade de limite mínimo para o retorno dos investimentos, funciona como ponto a partir de onde a empresa experimentará uma desvalorização, caso o mesmo seja inferior ao retorno almejado. Para Braga (2015) os investimentos em ativos fixos devem ser financiados por meio de recursos permanentes que fazem parte da estrutura de capital da empresa, cuja formação ocorre, basicamente, por meio de empréstimos tomados em longo prazo e recursos próprios.

Isso significa que não é recomendável financiar os investimentos a partir de recursos do passivo circulante, já que esses são considerados de curto prazo e, possivelmente, serão exigidos antes de os retornos dos investimentos ocorrerem. Dessa forma, o autor elucida que o custo de capital, portanto, dirá respeito à média ponderada das taxas de custo das diversas fontes que formam a estrutura de capital

da empresa – uma vez que a estrutura de capital será formada pelas contas exigíveis de longo prazo e patrimônio líquido.

1.1.1 Custo de capital de terceiros

A necessidade de mensurar o custo de terceiros surge em todas as circunstâncias em que a empresa toma emprestado recursos para financiar seus investimentos, quer seja por emissão de títulos ou financiamento bancário. Tal custo é determinado por meio das seguintes variáveis (Damodaran, 1999, p.78):

- Nível corrente da taxa de juros;
- Risco de inadimplência da empresa;
- Benefícios fiscais associados aos empréstimos.

Podemos definir custo de capital de terceiros como a remuneração que os credores exigem por emprestar novos recursos a empresa, ou seja, pagamentos e provisões de juros dos empréstimos e financiamento contratados pela empresa. Tal custo compreende todo o passivo exigível (passivo oneroso), com exceção do passivo circulante.

Conforme Bento (2003) o custo de capital de terceiros é mais simples de estimar do que o capital próprio, deve-se buscar determinar o custo de cada item do passivo no presente ao invés de considerar o custo contratado. O autor informa que, porém, nem sempre é possível saber o custo de determinado financiamento ou título de dívida no presente, já que nem todos os elementos do passivo são passíveis de negociação ou possuem taxa de mercado acessível.

Em tais situações, o autor sugere que para financiamentos de longo prazo o analista deve determinar o rendimento esperado da dívida ou debênture, sendo que o rendimento esperado será apresentado pelo rendimento do título até o vencimento e considerando fluxos de caixa esperados.

O fluxo contratual de pagamentos deverá ser integralmente considerado caso não se espere inadimplência, isto é, que a dívida goze de boa classificação de risco (*rating*). Na situação oposta, quando o pagamento da dívida sofre risco creditício, somente a parcela do fluxo contratual de pagamentos que de fato se espera receber deve ser considerada. Cabe destacar que, em ambos os casos, o rendimento até o vencimento é estimado como taxa interna de retorno do fluxo de caixa esperado. É importante a inclusão dos custos de emissão, tais como comissões para os *underwriters* (BENTO, 2003, p. 14).

Ainda segundo o autor, o custo do capital de terceiros deve ser apurado após a provisão para o imposto de renda, reduzindo seu custo final diante da dedutibilidade fiscal permitida. O custo estimado deve ser livre de quaisquer custos de transação e reciprocidades caso seja possível estima-las. Por fim, menciona a importância de calcular a alíquota efetiva de imposto de renda da empresa visando abater o produto pelo pagamento de juros do custo da dívida no caso de empresas que esperam ter imposto a pagar. Pois a alíquota efetiva não necessariamente será a que a empresa possui, pode ser substancialmente inferior.

Deve ficar claro que o custo de uma dívida corresponde a taxa de juros sobre uma dívida nova, não sobre uma dívida contraída no passado. Na apuração do custo de capital o objetivo é incorporá-lo no processo decisório do orçamento de capital vigente da empresa. Suponhamos que uma empresa irá adquirir um equipamento novo, o custo de um empréstimo realizado no passado não poderá fazer parte do cálculo do custo de capital necessário para o investimento.

1.1.2 Custo de capital próprio

O capital próprio de uma empresa é composto pelos recursos dos sócios e acionistas. Para Assaf (2014) o custo de capital próprio revela o retorno desejado pelos acionistas, ou seja, o que esperam obter por terem injetado dinheiro na empresa. O cálculo envolve uma dificuldade bastante complexa, principalmente, quando mensurado em empresas com grande número de ações pulverizadas no mercado.

A definição do custo de capital próprio não pode ser efetuada diretamente com os proprietários de capital, requerendo a aplicação de algum método direcionado a esse cálculo. (ASSAF, 2014, p. 467).

Damodaran (1999) afirma que o custo de capital próprio deve ser ajustado ao risco e leva em conta a inflação futura, com base neste conceito defende que é necessário conhecer três variáveis para estimar o custo de capital próprio:

- Taxa livre de risco: retorno de um título que não apresenta risco algum;
- Prêmio de risco do mercado: diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa de risco;
- Coeficiente de risco sistemático (beta): apurado através do retorno de uma ação e do índice de mercado de capitais.

Existem diversos modelos para realizar o cálculo do custo de capital próprio, tais como: abordagem de dividendos – Modelo de Gordon; modelo de precificação dos ativos financeiros – CAPM; *Arbitragepricingmodel* (APM), entre outros. A abordagem de dividendo, conforme Salgado (1996), com mais frequência é denominada de “modelo de Gordon”, admitindo como sua premissa elementar, o fato de que o custo de capital das ações ordinárias pode ser apurado por meio do fluxo de dividendos que os titulares esperam receber.

Já o modelo denominado de precificação dos ativos – *Capital AssetPricingModel* (CAPM), segundo Martins (2015), surge como uma alternativa para realizar o cálculo do custo do capital das grandes empresas. O modelo foi desenvolvido por Willian Sharpe e, conforme o autor, é considerado teoricamente superior à abordagem dos dividendos. O CAPM é um modelo que permite determinar o retorno de um ativo levando em conta o risco sistemático da empresa representado pelo beta (β), conhecido também como risco não diversificável ou risco de mercado. O risco sistemático de um título é medido pelo valor do seu coeficiente beta que determina exatamente o retorno exigido ou custo da ação.

Para Assaf (2014) o método CAPM estabelece uma relação linear entre o risco e o retorno do ativo, quanto mais elevado for o risco, maior deverá ser o retorno exigido pelos acionistas; para níveis mais baixos de riscos, é possível remunerá-los com uma taxa de retorno reduzida.

Um ativo deve promover uma promessa de retorno que compense o risco assumido. O risco de um ativo é mensurado no CAPM pelo coeficiente beta, determinado pela inclinação da reta de regressão linear entre o retorno do ativo e a taxa de retorno da carteira de mercado (Assaf, 2014, p. 467).

Sob a ótica de Damodaran (2002) subentende-se que o uso do beta está implícito nos investimentos que possuem carteira diversificada. Caso contrário, sugere estimar o custo de capital de uma empresa de capital fechado pelo método CAPM. O autor acredita que o proprietário de uma empresa de capital fechado deve se preocupar com o risco total da sua atividade e não somente com o risco de mercado por concentrar a maior parte de sua riqueza no seu próprio negócio.

Finalmente, o modelo *ArbitragePricingModel* (APM), como expõe Martins (2009), foi desenvolvido por Stephen Ross e é fundamentado de forma similar ao CAPM, cuja ideia central é de que o custo do capital está submetido a uma taxa de

juros livre de risco, com o acréscimo de um prêmio de risco. Porém, os autores comentam que, para além de considerar o coeficiente beta, o cálculo do custo do capital por meio desse modelo considera também a influência dos fatores macroeconômicos sobre os ativos.

Vale destacar que o custo mínimo de capital valoriza o negócio da empresa e agrega valor econômico aos acionistas. Ao contrário, taxas de retorno inferiores ao custo de oportunidade destroem valor, passando a empresa a ser cotada por um valor inferior referente ao que foi gasto em seus ativos.

Em complemento, Bento (2003) exemplifica que existem duas principais classificações envolvendo os acionistas: os controladores e os minoritários. Os acionistas minoritários podem ter carteiras diversificadas, os controladores podem correr riscos maiores por realizarem inadequadamente o processo de diversificação.

O autor explica que a remuneração de cada tipo de acionista pode ser diferente em relação aos riscos a que estão expostos. Em um exemplo, o autor menciona que acionistas de uma empresa que possuem carteiras bem diversificadas, não possuem a inclusão de nenhum prêmio por controle ou desconto por participação minoritária dentro dos modelos anteriormente mencionados.

Para além, esses prêmios são complexos de estimar, sendo sua existência um tanto questionável e, portanto, somente o risco que não pode ser diversificado pelo acionista, deve ser considerado.

O autor finaliza esse ponto citando quatro propriedades que, com frequência, são apresentadas como elementos para estimar o custo de capital próprio, são elas: dever de fazer sentido e ser consistente com o senso comum, além de ficar entre 2% a 8% acima do rendimento de títulos do tesouro em longo prazo; dever de gerar um prêmio de risco da empresa estável por períodos curtos de tempo; dever de ser aplicável em longo prazo; e, a técnica utilizada para a estimação deve ser simples e clara, compreensível, aplicável e facilmente ajustável por praticantes qualificados.

1.2 Estrutura de capital

Marcon (2002) aponta que estudar o custo e a estrutura de capitais é um dos campos mais controversos na administração financeira. Isso porque para obter o

menor custo de capital possível, é preciso se conscientizar sobre os elementos que impactam o custo de capital. Um desses elementos trata da teoria da estrutura de capital, cujos posicionamentos são divergentes em relação às teorias apresentadas.

Uma das teorias que mais causam divergências é a de Modigliani e Miller, denominada de teoria MM, divergente da teoria denominada de tradicional. A primeira sugere que o custo de capital independe de sua estrutura. Sanvicente (2010) explica que essa teoria considera que, o custo de capital independe da formação das fontes de capital próprio e de terceiros, partindo da premissa da existência de mercado perfeito. Ao passo que a teoria tradicional parte da premissa de que o custo de capital aumenta proporcionalmente ao aumento dos fundos externos e a capitalização total da empresa. Sobre esse impasse, o autor explica:

As tentativas mais recentes de confirmação estatística de qualquer associação entre estrutura financeira e custo de capital têm incorporado e reconhecido empiricamente o papel das imperfeições de mercado, afastando-se, portanto, das teses de Modigliani e Miller, as quais, porém, continuam a ser das mais importantes na literatura de finanças (SANVICENTE, 2010, p.105).

Eid Jr. (1996) por seu turno, entende que a evidência empírica que consta em diversos estudos, aponta que mudanças na estrutura de capital da empresa podem impactar seu valor de mercado, indo de encontro ao que sugere a teoria MM. Tal constatação sustenta a ideia de que existe um nível ótimo de endividamento que amplia o valor de mercado da empresa, já que minimizaria o custo médio de capital que é nela aplicado.

A estrutura de capital possibilita a análise em relação à capacidade que a empresa possui para adquirir dividas a fim de cumprir com suas obrigações, informação importante para investidores e gestores. Segundo Matarazzo (2010, p. 151): “[...] os índices desse grupo mostram as grandes linhas de decisões financeiras em termos de obtenção e aplicação de recursos”. A estrutura de capitais é ainda composta por alguns subitens:

Participação de capitais de terceiros - O indicador dos capitais de terceiros demonstra o quanto as empresas necessitam de recursos de terceiros para cumprir suas obrigações. Este índice é um dos mais utilizados nas empresas atualmente para

obter este tipo de informação, uma vez que as empresas dependem, muitas vezes, de créditos e financiamentos de instituições bancárias, por exemplo.

De acordo com Perez Jr. e Begalli (2009, p. 199), a fórmula para realizar o cálculo deste indicador é: $PCT = (PC + ELP) / PL$. Onde: PCT – Participação de capitais de terceiros; PC – Passivo circulante; ELP – Exigível em longo prazo; PL – Patrimônio líquido. Os autores ressaltam ainda que, quanto mais alto for este índice, pior é a situação da empresa. Complementando este pensamento, Walter e Braga (1986, p. 29) explicam que:

[...] acima de 1 (um), quanto mais alto for o grau de garantia de capital de terceiros, maior segurança haverá aos credores que emprestam capital à empresa [...] assim, se esse grau for superior a 1 (um), indicará financiamentos do ativo em maior proporção de recursos próprios em relação aos terceiros.

O que os autores apontam é o fato de que, se a empresa mantém este índice muito alto, embora consiga com mais facilidade crédito de terceiros, passa a colocar em risco seus recursos próprios. Em suma, este índice distingue o quanto a empresa possui de recursos oriundos de seu patrimônio líquido e o quanto dispõe de capitais oriundos de terceiros.

Composição de endividamento - Matarazzo (2010, p. 155) explica que este indicador representa “[...] qual o percentual de obrigações de curto prazo em relação às obrigações totais”. Ou seja, a função deste índice é demonstrar se as obrigações existentes são de caráter prioritário, urgente, que necessitem do uso dos recursos presente para realizar o pagamento, ou se há tempo hábil para gerar recursos a fim de liquidar as obrigações.

Além de reconhecer como se compõem as dívidas da empresa segundo a participação de capitais de terceiros. Perez Jr. e Begalli (2009, p. 199) apontam que quanto menor for o resultado do cálculo deste indicador, melhor se encontra a situação da empresa. Ainda de acordo com os autores, a fórmula que realiza tal cálculo é a seguinte: $CE = PC / (PC + ELP)$. Onde: CE – Composição do endividamento; PC – Passivo circulante; ELP – Exigível em longo prazo.

Imobilização de patrimônio líquido - Perez Jr. e Begalli (2009, p. 200) apontam que este indicador “[...] estabelece quanto foi aplicado no ativo permanente para cada \$1 de patrimônio líquido”. Os autores também ressaltam que este índice

apresentando-se baixo, colabora para a situação da empresa e apresentam ainda a fórmula utilizada para realizar tal cálculo: $IPL = AP/PL$. Onde: IPL – Imobilização do patrimônio líquido; AP – Ativo permanente; PL – Patrimônio líquido.

1.2.1 Captação de recursos de curto, médio e longo prazo

Primeiramente, é necessário manter em mente que os tipos de captação podem ser distintos para cada empresa, de acordo com seu perfil e suas necessidades. Neste sentido, publicação do SENAC (2008, p. 50), elucida que: “Quando uma pessoa física ou jurídica necessita de recursos de curto, médio ou longo prazo, os bancos são capazes de oferecer diversas modalidades de empréstimos e financiamentos. Para atender às necessidades dos clientes, existem várias modalidades de operações”.

Deste modo, apenas o gestor de uma empresa terá conhecimento acerca de prazos necessários para que seja possível obter algum retorno sobre o capital financiado, ou mesmo uma estimativa de tempo cuja empresa se encontrará apta a saldar alguma dívida. Sendo assim, para que tenha acesso a este tipo de informação associada ao tempo que será necessário para a empresa cumprir estas obrigações, é essencial para que a mesma tenha conhecimento dos riscos, as vantagens, os juros atrelados a cada tipo de financiamento. De maneira habitual as instituições bancárias dividem os empréstimos em três principais categorias que, geralmente são: recursos de curto prazo, recursos de médio prazo e recursos de longo prazo. A saber:

Recursos de curto prazo - De acordo com Gitman e Madura (2009) os recursos de curto prazo são aqueles que comprometem a receita da empresa durante um espaço de tempo financeiramente menor, contudo, seria inviável alegar que tal modalidade de recursos oferece riscos menores. Isto porque geralmente são caracterizados por um período que abarca de um a dois anos, se encontram em nível gerencial, o que possibilita um controle de pagamento mais próximo, já que com o tempo menor, menor também será a variação da empresa e do mercado.

Os autores expõem ainda que os planos financeiros operacionais de curto prazo, determinam algumas ações financeiras que podem ser adotadas de acordo com seus respectivos impactos em determinado período de sua abrangência, que normalmente não ultrapassa dois anos. Assim, ainda que com menores juros é capaz

de imputar uma oscilação na empresa por conta de seu tempo mais reduzido de pagamento da dívida em curto prazo, de modo que alguns fatores precisam ser considerados como potenciais atrasos ou não para pagamentos no prazo.

Gitman e Madura (2009) explicam ainda que, caso ocorra tal cenário, possivelmente será necessária uma renegociação da dívida em questão. Sendo que neste processo de renegociação a empresa perderá tempo e ficará sujeita a ter de aceitar uma modalidade de juros que desconhece a fim de renegociar a dívida, portanto, neste caso é preciso estudar as vantagens e desvantagens antes de realizá-las.

Recursos de médio prazo - Bangs (2002) explica que, ainda que muitas vezes sendo caracterizados como recursos de longo prazo, tal modalidade de captação possui sistemas e prazos de pagamento distintos. O autor ainda explica que o financiamento de médio prazo tem variação de um a cinco anos e consiste, de maneira geral, em um saldo de pagamentos mensais fixos de empréstimo mais os juros. De linhas de crédito de curto e longo prazo, tal tipo de recurso apresenta para o cliente uma harmonia entre ambas.

Recursos de longo prazo - Gitman (2012) explica que algumas organizações enxergam a necessidade estratégica da busca por recursos de longo prazo para a realização de um plano para sua empresa, uma vez que o tempo maior para pagamento de dívidas facilita este processo. Assim, as organizações não precisam necessariamente preocupar-se com possíveis turbulências no mercado, uma vez que teriam tempo o bastante para angariar recursos e reestruturar-se.

O autor explica ainda que os tomadores de empréstimos se encontram geralmente com disposição a realizar pagamentos de maiores taxas de juros por financiamentos em longo prazo, mais do que taxas menores e curtos prazos. Ao assegurar recursos por um período maior, tais tomadores podem então eliminar potenciais de ter que rolar dívidas de curto prazo e custos desconhecidos a fim de obter financiamento em longo prazo. Neste contexto o tomador de empréstimo de tal linha de crédito ainda tem a característica de, em grande parte das vezes, ser de empresas de grande porte ou mesmo S/As.

1.2.2 Financiamentos de curto e longo prazo

Em vista do exposto até o momento, é possível notar que as empresas possuem então métodos de gerenciar sua captação de recursos de curto, médio e longo prazo. Neste artigo foram eleitas as fontes de financiamento de curto e longo prazo para apresentação como fontes de captação de recursos. Sendo assim:

Financiamentos de curto prazo - Segundo Bastardo e Gomes (2003) geralmente as empresas encontram disponibilidade a um montante limitado de financiamentos de curto prazo sem garantia. Neste sentido, a fim de obter fundos adicionais é preciso que exista algum tipo de garantia para as empresas. Na realidade, ao passo que uma organização incorre a montantes cada vez mais elevados de financiamento em curto prazo sem garantia, alça a um grau máximo, para além do que os fornecedores de fundos a curto prazo acreditam que a empresa oferta, de modo que esta empresa passa a oferecer mais riscos para a concessão de mais créditos sem garantia.

Tal nível se encontra intrinsecamente relacionados ao grau de risco do negócio e o histórico financeiro da empresa, entre outros aspectos. Algumas empresas não são capazes de angariar mais recursos a curto prazo sem que ofertem garantias. Deste modo, uma empresa deve sempre tentar financiamentos de curto prazo sem garantia, de modo que tal modalidade consiste em menos custos do que empréstimos que necessitam de garantias.

Bastardo e Gomes (2003) ainda explicam os empréstimos com garantia a curto prazo, que consiste naquele em que o credor exige do tomador ativos como colaterais – de modo que qualquer ativo que impute sobre o credor o direito legal caso o tomador não cumpra o contrato – geralmente ocorre em duplicatas a receber ou estoques, de modo que o credor passa a ter o direito de utilizar o colateral perante a execução de um contrato de garantia que fora firmado entre o mesmo e a empresa tomadora.

Os autores explicam que as duas formas mais comuns empreendidas por empresas no intuito de obter financiamento a curto prazo com garantias são: Caução de duplicatas a receber – que consiste, por vezes, na garantia de empréstimo a curto prazo, já que as duplicatas representam uma liquidez significativa; e, Factoring de duplicatas a receber – que envolve a venda direta de duplicatas a um capitalista ou outra instituição financeira. De modo que o capitalista consiste na própria instituição

que compra tais duplicatas de empresas. Sendo assim, esta modalidade não abarca um empréstimo a curto prazo propriamente dito, mas se assemelha ao empréstimo assegurado por duplicatas.

Bastardo e Gomes (2003) ainda apontam os empréstimos como alienação, cujo credor pode se dispor a assegurar um empréstimo com alienação de estoque se a empresa se encontrar com nível de estoque estável e que apresente um grupo diversificado de mercadorias, bem como, desde que cada item não componha um valor individual muito elevado. Em muitos casos os empréstimos com alienação são exigidos por parte das instituições bancárias comerciais como garantia extra.

Ainda segundos os autores, outra possibilidade de empréstimos de curto prazo são os com certificado de armazenagem, que consiste em um contrato por meio do qual o credor assume o controle do colateral caucionado, podendo ser estocado ou armazenado por agente designado pelo credor. Após a seleção do colateral, o credor então arrenda uma empresa de armazenagem para que tome posse física do estoque.

Bastardo e Gomes (2003) apontam que este tipo de contrato pode se dividir entre: Armazém geral – onde um armazém central é utilizado no armazenamento das mercadorias de diversos clientes, sendo que o credor geralmente utiliza esta medida quando o estoque é facilmente transportado e entregue com baixo custo; e, Armazém de campo – quando há o arrendamento de empresa de armazenagem de campo para a construção de armazém na empresa do tomados ou arrendamento de parte do armazém do mesmo para que o colateral seja guardado.

Financiamentos de longo prazo - Bastardo e Gomes (2003) ainda explica que os empréstimos de longo prazo são caracterizados como dívidas que possuem maturidade superior a um ano. Sua obtenção ocorre junto a instituições financeiras como empréstimo a prazo ou por meio da venda de títulos negociáveis que são comercializados a determinado número de credores de instituições e individuais. O processo de venda de títulos, bem como de ações, geralmente é acompanhado por um banco de investimento. Os empréstimos de longo prazo ainda favorecem uma alavancagem financeira, o que consiste em um elemento importante na estrutura de capital, uma vez que atenda a um custo menor de capital médio ponderado.

Como exemplos de financiamentos de longo prazo os autores apontam: Debêntures – que consistem em título de dívida que, vendidos possibilitam à empresa

a obtenção de financiamento geral para suas atividades, oposto a muitas linhas de empréstimo e financiamentos brasileiras, especialmente os denominados fundos especiais, que demandam um projeto com o apontamento detalhado de como e onde tais recursos serão investidos; e, Ações – que consistem em título negociáveis emitidos por sociedades anônimas e que dizem respeito a uma parcela menor de seu capital social – que será dividido em ações.

1.3 Alavancagem financeira e capital próprio

De acordo com Assaf Neto (2014) a estrutura de capital, as fontes de financiamento e o modo como uma empresa se alavanca financeiramente, dizem muito a respeito de sua gestão como um todo, especialmente visando o planejamento e gestão adequados, que são influências intrínsecas de uma viabilidade para implementação de novos projetos, crescimento, desenvolvimento e até para a sobrevivência ou fracasso de uma organização.

Assim, o autor parte da explicação da classificação do capital de acordo com sua procedência, primeiramente do capital próprio, que consiste em recursos oriundos dos próprios acionistas da empresa e, deste modo, a expectativa de retorno dos mesmos configura-se com uma taxa mínima de retorno que a empresa precisa buscar para a aplicação de tais recursos. De modo que, contrastando com o capital próprio, Assaf Neto (2014) explica o capital de terceiros, como qualquer tipo de fundo angariado pela empresa por meio de empréstimos, crédito e demais recursos onerosos que sejam obtidos por meio de entidades alheia à organização.

O autor elucida então que “O capital de terceiros é formado pelas diversas dívidas onerosas contraídas pela empresa” (p. 473). Nesta mesma linha de pensamento, Lemes Jr. et al. (2010) complementam dizendo que utilizar capital de terceiros e custos fixos por meio da alavancagem consiste em uma ferramenta da gestão financeira de modo que seus resultados se encontram fortemente atrelados ao momento vivenciado pela organização.

Os autores ressaltam que, em cenários onde há crescimento de receitas e lucros, existe um contexto favorável a existência de custos fixos, contudo, em momentos desfavoráveis, adotar custos fixos pode ser extremamente prejudicial.

Deste modo, Assaf Neto (2014) retoma o pensamento e explica a alavancagem financeira como a tomada de recursos de terceiros em dados custo e investimento destes recursos em uma atividade com taxa de retorno maior do que o custo de captação deste capital, de modo que tal diferenciação apresenta-se como um ganho ao proprietário.

Silva (2013, p. 536) por sua vez, determina a alavancagem financeira como “[...] impacto do uso de capitais de terceiros na geração de valor”. De modo que ressalta ainda que, quanto mais elevado o nível da dívida de uma empresa sobre o total de seu ativo, mais elevada será sua alavancagem financeira. Assim, o endividamento que provem da alavancagem financeira, ainda que os riscos relacionados sejam maiores com relação à continuidade da empresa, podem ser encarados como um ponto positivo, desde que a organização obtenha êxito com seus recursos, angariando maiores retornos do que custos na captação destes.

Silva (2013) ainda explica que um dos principais atrativos para a utilização da alavancagem financeira consiste na possibilidade de dedução dos encargos financeiros que provem de recursos de terceiros na base de cálculo do IR, culminando assim na possibilidade de captar recursos a menores custos. Por outro lado, a utilização elevada de recursos de terceiros eleva o percentual de custos fixos, além do grau de endividamento e gera um risco financeiro mais elevado, de modo que, se não houver uma gestão eficiente pode até mesmo tornar-se risco de falência.

Neste bojo, Assaf Neto (2014) enfatiza que proprietários e gestores financeiros devem manter a atenção sobre a pressão de um nível muito elevado de endividamento e alavancagem financeira sobre o fluxo de caixa. Assim, aponta que o balanceamento entre fontes de capital consiste em uma discussão antiga entre pesquisadores do setor financeiro.

O autor acredita ainda que a estrutura de capital de uma empresa consiste na forma com que a mesma é gerenciada, e se apresenta uma relação imediata com a composição das fontes de financiamento de uma empresa, isto é, o balanceamento – ou mix – entre capital próprio e capital de terceiros, e qual é o percentual de cada um destes dentro da estrutura de capital geral.

Lemes Jr. et al. (2010) explicam que predomina a noção de que a estrutura de capital tão somente faz referência às fontes de recursos de longo prazo. De modo que

sua definição sobre a estrutura de capital é que consiste em uma “[...] combinação de todas as fontes de financiamento de longo prazo, dívida ou capital próprio, utilizadas pela empresa” (p. 200).

Os autores prosseguem dizendo que o conceito também é confundido, por vezes, com a estrutura financeira da empresa. Porém, tais conceitos podem ser diferenciados uma vez que se considera a estrutura financeira mais ampla, abarcando todos os passivos do balanço patrimonial, isto é, os recursos de curto e de longo prazo da estrutura de capital – que inclui apenas os financiamentos de longo prazo.

Brealey (2017) explica que a estrutura de capital deve também considerar as dívidas de curto prazo, quando existem obrigações de curto prazo que forem utilizadas no papel que seria comumente ocupado por obrigações de longo prazo. Outra temática que envolve este tema gira sobre a existência ou não de uma estrutura de capital ideal, que também é reconhecida por “estrutura ótima de capital”.

Esta estrutura ótima de capital é definida por Assaf Neto (2014) como a proporção de recursos próprio e de terceiros que a empresa consegue manter e que a alça à maximização da riqueza de seus acionistas. Junqueira et al. (2010) discordam, explicando que não existem respostas concretas sobre a melhor composição entre capitais próprios e de terceiros, levando em consideração o cenário de empresas diversas, setores distintos e ambientes organizacionais repletos de particularidades, demandando estudos ainda muito mais profundos para que se determine uma estrutura de capitais ideal.

1.4 Custo de capital em empresas de capital fechado

Avaliar uma empresa de capital fechado se torna um verdadeiro desafio para os administradores, ainda mais quando as metodologias existentes são voltadas para empresas de capital aberto.

Gonçalves (2014) explica que o estudo da estrutura de capital se encontra atrelado às características das empresas e do contexto em que se inserem. Sendo assim, é preciso compreender que as sociedades anônimas de capital fechado são as sociedades cujo capital é dividido em ações e a responsabilidade de sócios ou

acionistas é limitada ao valor de emissão das ações subscritas ou adquiridas, ao passo que seus valores mobiliários não serão negociados no mercado de capitais.

O autor comenta que, de forma geral, as sociedades anônimas de capital fechado e aberto diferem por conta da negociação ou não das ações no mercado acionário. Aponta que as empresas de capital fechado são basicamente reguladas pela lei nº 6.404/76 e por resoluções do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), as que possuem respaldo legal somente para as atividades profissionais dos contadores, porém, sem necessariamente direcionar-se para gerentes e proprietários.

Segundo Gonçalves (2014), o advento da lei nº 11.638/07, que modificou a lei supra mencionada, gerou alterações para as empresas de capital fechadas de grande porte, que se tornaram obrigadas a realizar uma revisão externa anual de suas demonstrações financeiras, via auditoria independente, bem como apresentar demonstrativos de acordo com as práticas contábeis internacionais, o que as aproximou substancialmente das práticas já dispostas para companhias de capital aberto.

O que diferencia o custo de capital de uma empresa de capital aberto ou fechado é justamente o coeficiente beta. O beta geralmente varia em torno de 01 (um), valores superiores indicam riscos maiores. Um beta menor que 01 (um) significa um risco reduzido em relação as demais empresas.

Camacho (2004) comenta que o passo inicial para definir o custo de capital de uma empresa é calcular o beta, pois é ele que define os tipos de risco do negócio e o financeiro. É possível defini-lo por meio do grau de incerteza em relação à projeção do retorno sobre o ativo total atrelado ao negócio e que não pode ser eliminado por diversificação. Coutinho (2002), por sua vez, comenta que o risco do negócio é sistemático e não diversificável quando todo capital da empresa é próprio.

Enquanto o risco financeiro, conforme o autor, é adicional por conta do uso de capital de terceiros no financiamento, isto é, o risco adicionado se dá devido à alavancagem financeira. Ross et al. (2015, p. 250) mencionam que o: “Beta de uma ação não vem do ar. Em vez disso, é determinado pelas características da empresa. Consideram-se três fatores: a natureza cíclica da receita, a alavancagem operacional e a alavancagem financeira”. Ao passo que Tomazoni e Menezes (2002, p. 40) apontam alguns fatores preponderantes do coeficiente beta:

- Natureza cíclica das receitas (tipo do negócio): é lícita a suposição de que empresas com fluxos de caixa mais inconstantes são mais arriscadas, sendo, portanto, igualmente lícita a suposição de que seus betas devem ser maiores do que os betas de empresas cujas receitas variam menos;
- Alavancagem operacional: empresas com uma estrutura total de custos com maior representação de custos fixos têm resultados mais suscetíveis a oscilações de vendas, mostrando-se, por isso, mais arriscadas. Seus betas tendem a ser elevados por conta desse nível de risco;
- Alavancagem financeira: analogamente, empresas endividadas são empresas com custos financeiros fixos, o que torna seus resultados líquidos extremamente dependentes dos níveis de venda e dos lucros da operação (lucro antes dos juros e dos impostos incidentes sobre o lucro: *earnings before interest and taxes* – EBIT). Queda nesses níveis, por exemplo, podem fazer com que a empresa entre em prejuízo. Esperam-se betas mais elevados para empresas com altos níveis de endividamento.

Dessa forma, um beta das ações da empresa é existente, ou então do patrimônio líquido e o beta da empresa pode ser dado como beta do patrimônio líquido quando a empresa não possui dívidas. Como o beta das dívidas é muito baixo, tendendo a zero, o beta de uma empresa que não faz uso de capital de terceiros deve ser inferior ao beta de empresas que usam capital próprio e que possuem dívidas, porém, com todas as demais características iguais. Isso, conforme Ross et al. (2015), significa que o beta do capital próprio sempre deve ser superior do que o beta dos ativos quando há capital de terceiros na empresa.

Um dos grandes problemas ao se estimar um beta de uma empresa ou unidade de negócio de capital fechado é por não possuírem um histórico de rentabilidade, gerando um suposto impedimento na mensuração do retorno das ações diante das variáveis existentes no mercado.

Damodaran (2010) apresenta uma possibilidade de relação entre betas alavancados e desalavancados da empresa, o que ocorre por meio da fórmula: $B1 = Bu(1 + [1 + t][D/E])$. Sendo: B1 = beta alavancado do patrimônio líquido; Bu = beta não alavancado da empresa; t = alíquota de imposto corporativo; D/E = índice dívida/patrimônio líquido.

Se o setor da empresa a ser avaliada é o mesmo de outras empresas que têm ações regularmente negociadas na Bolsa, pode-se calcular o beta médio desalavancado do setor, partindo do beta desalavancado de cada empresa participante. Com o resultado de cada beta do setor calcula-se o beta alavancado da empresa de capital fechado em questão.

A relação entre o endividamento da empresa e seu capital próprio interfere diretamente no beta, uma vez que quanto maior a relação dívida/patrimônio, maior será o risco e, conseqüentemente, beta mais elevado. Em outras palavras, a medida que aumenta a proporção do capital de terceiros, o acionista corre mais riscos e isso é refletido através do coeficiente beta. Damodaran (2010) defende que antes de iniciar o cálculo do beta se torna necessário realizar um ajuste que visa retirar de cada índice beta os efeitos da relação dívida/patrimônio das empresas comparáveis, desalavancando os betas.

Sobre isso, o autor descreve duas principais abordagens para a estimativa do beta de uma empresa de capital fechado que não possui ações negociadas no mercado de capitais e, por consequência nenhum histórico de rentabilidade: a utilização de empresas comparáveis – cujos betas utilizados são empresas de capital aberto comparáveis, no sentido de riscos do negócio e alavancagem operacional, à empresa de capital fechado. A Metodologia diz que é possível encontrar no mercado uma empresa com as mesmas características de uma empresa similar, ou seja, uma empresa gêmea; e,

Utilização de fatores fundamentais – com o beta calculado por meio de modelos de regressão, com o uso de fatores básicos setoriais e variáveis do balanço patrimonial e demonstrativo de resultado da empresa. Conforme Damodaran (2010), fazendo a comparação entre o modelo de Gordon e o CAPM, nota-se que a distinção entre eles reside nas abordagens de risco da empresa, que são diferentes. Pois o modelo de Gordon considera o preço da ação do mercado como resultado da melhor alternativa de risco-retorno, enquanto o modelo CAPM considera o risco de forma direta, determinado pelo coeficiente beta e, portanto, sendo mais adequado às empresas de capital fechado.

2. CONCLUSÃO

Os estudos desenvolvidos com o presente artigo, a respeito do custo de capital, destacam que as metodologias existentes são destinadas, com mais frequência, para empresas de capital aberto, comprovando que empresas que não operam na bolsa de valores necessitam de estudos mais aprofundados.

Através das pesquisas realizadas foi possível entender que existem diversas metodologias para estimar o custo de capital de empresas com capital fechado, em vista do fato de que esse é fundamental para determinar os riscos da empresa.

Os modelos propostos para o cálculo do beta permitem resolver os problemas das empresas que não possuem ações transacionadas no mercado acionário, com isso, podemos afirmar que os métodos demonstrados foram bastante significativos. A literatura, todavia, demonstra que é possível calcular o coeficiente beta considerando dados de empresas similares, com características e ramo de negócio semelhante.

Diante destes aspectos, podemos concluir da metodologia de “empresas comparáveis” que o beta sofre interferência da relação entre o endividamento oneroso e patrimônio líquido, quanto maior a proporção do capital de terceiros, maior será o risco para os acionistas e investidores, e supostamente, um índice beta mais elevado.

Inúmeras são as vantagens ao se utilizar o método de empresas similares no cálculo do custo de capital nas empresas de capital fechado, contudo, não se deve permitir, por ineficiência no cálculo do beta, que este comprometa o custo total de capital. Decisões de investimento são tomadas com base nas demonstrações pertinentes ao custo total da empresa, mais precisamente, das fontes de investimentos de recursos de terceiros e próprio. Qualquer interveniência na apuração destes cálculos pode acarretar resultados não aceitáveis nas decisões de investimentos resultando em retornos não satisfatórios para a companhia.

O método de beta alavancado/desalavancado, por se basear unicamente no conceito de alavancagem financeira, é aplicável somente quando, na apuração dos dados de comparabilidade, constatar que as empresas similares (gêmeas) atuam no mesmo mercado e possuem linhas de produtos/serviços idênticas. Vale ressaltar que esta metodologia traz alguns inconvenientes que na maioria das vezes são ignorados na prática. Torna-se difícil afirmar se a empresa similar, com capital aberto, possui realmente as mesmas características da empresa ou unidade de negócio com capital fechado. O método é viável somente se as empresas do mesmo setor possuírem a mesma atividade econômica, caso contrário, se torna prejudicial para o cálculo do beta e, conseqüentemente, na percepção do risco.

A partir dessa perspectiva bibliográfica demonstrada no presente artigo, é possível compreender que os objetivos propostos a esse artigo foram cumpridos,

ainda que tenham sido encontradas algumas limitações relacionadas à disponibilidade bibliográfica para a abordagem do assunto. Isso significa que os achados nessa pesquisa são apenas o passo inicial que deve abrir espaço e novas oportunidades de explorar e aprofundar os estudos sobre essa temática e outras relacionadas.

Referências

- ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2014.
- BANGS JR., D. H. Guia Prático – Planejamento de Negócios: criando um plano para seu negócio ser bem-sucedido. São Paulo: Nobel, 2002.
- BASTARDO, C.; GOMES, A. R. O financiamento e as aplicações financeiras das empresas. 6ª ed. São Paulo: Texto Editora, 2003.
- BENTO, L. S. Cálculo do custo de capital de empresas de capital fechado: um estudo de caso para o transporte de gás natural no Brasil. Rio de Janeiro: COPPEAD; UFRJ, 2003. (Dissertação de mestrado).
- BRAGA, R. Fundamentos e técnicas de administração financeira: livro-texto. São Paulo: Atlas, 2015.
- BREALEY, R. A. Princípios de finanças corporativas. 10ª ed. Porto Alegre: Artmed, 2017.
- CAMACHO, F. Custo de capital de indústrias reguladas no Brasil. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v.1, n. 21, p.139 – 164. jun. 2004.
- COUTINHO, P. Metodologia e cálculo do custo de capital de concessionárias de distribuição de energia elétrica no Brasil. Brasília: Aneel, 2002, (Nota Técnica).
- DAMODARAN, Aswath, Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- DAMODARAN, Aswath. A face oculta da avaliação. São Paulo: Makron Books, 2002
- DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.
- EID Jr., W. Custo e Estrutura de Capital: o comportamento das empresas brasileiras. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v.36, n.4, p. 51-59, 1996.
- GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2017.

GITMAN, L. J. Princípios da Administração Financeira. São Paulo: Pearson, 2012.

_____; MADURA, J. Administração Financeira: uma abordagem gerencial. São Paulo: Pearson, 2009.

GONÇALVES, D. L. Determinantes da estrutura de capital de sociedades anônimas mineiras de capital fechado. Belo Horizonte: UFMG, 2014. (Dissertação de mestrado).

GROPPELLI, A. A., NIKBAKHT Ehsan: Administração financeira série essencial. São Paulo: Saraiva, 2010.

JUNQUEIRA, L. R.; et al. Alavancagem financeira como estratégia de financiamento do processo de crescimento de empresas brasileiras de capital aberto no período 1995-2002. E & G, Revista Economia e Gestão, v. 10, n. 23, mai./ago. 2010.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. Fundamentos de metodologia científica. São Paulo: Atlas, 2017.

LEMES JR., A. B.; et al. Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras. Rio de Janeiro: Campus, 2010.

MARCON, R. O custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras: o caso dos American Depositary Receipts (ADRS). Florianópolis: UFSC, 2002. (Tese de doutorado).

MARTELANC, R. Passos para avaliação de uma empresa de pequeno porte pelo método do valor presente do fluxo de caixa constante (2ª e última parte). Temática Contábil, boletim 46/48, p. 1-6, 1998

MARTINS, E. Contabilidade de Custos: livro de exercícios. São Paulo: Atlas, 2015.

_____. Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2009.

MATARAZZO, D. C. Análise Financeira de Balanços: abordagem gerencial. São Paulo: Atlas, 2010.

PEREZ JR., J. H.; BEGALLI, G. A. Elaboração das demonstrações contábeis. São Paulo: Atlas, 2009.

ROSS, S. A.; et al. Administração financeira. São Paulo: Atlas, 2015.

SANTOS, V.; CANDELORO, R. J. Trabalhos acadêmicos: uma orientação para a pesquisa e normas técnicas. Porto Alegre: Age, 2006.

SANVICENTE, A. Z. Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2010.

SENAC. Matemática financeira. Brasil: Ed. SENAC Nacional, 2008.

SILVA, J. P. Análise Financeira das Empresas. 12^a ed. São Paulo: Atlas, 2013.

TOMAZONI, T. MENEZES, E. A. Estimativa do custo de capital em empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). Revista de Administração da USP, v. 37, n.º 34, p. 38-48, out/dez. 2002.

WALTER, M. A.; BRAGA H. R. Demonstrações Financeiras: um enfoque gerencial. São Paulo: Saraiva, 1986.