

DECISÕES DE FINANCIAMENTO A LONGO PRAZO – UM ENFOQUE NO CUSTO DE CAPITAL

Giselle Damasceno da Silva
Graduanda em Ciências Contábeis pela UFPA

RESUMO

Este trabalho considera os custos de dívidas a longo prazo, as ações preferenciais, as ações ordinárias, os lucros retidos e mostra como combiná-los para determinar duas medidas importantes de custo de capital que a empresa usará na tomada de decisões de financiamentos e investimentos a longo prazo. O custo de capital é usado para selecionar investimentos de capital que aumentem o valor do acionista.

Palavras-chave: longo prazo, financiamentos, investimentos, custo, capital.

1 INTRODUÇÃO

Os proprietários ou terceiros ao investir ou aplicar recursos em uma determinada entidade, exigem um retorno mínimo a título de remuneração do seu capital. A taxa de captação dos recursos entregues à administração da empresa, levado em conta o princípio contábil da entidade, denota o custo de capital que representa a taxa de financiamento da entidade.

O Custo do capital de uma empresa é fator de fundamental importância para uma variedade de decisões a serem tomadas, por meio do qual demonstram que as diferenças na composição de informações entre públicas e privadas afetam o custo do capital, bem como que a taxa de obtenção de capitais para projetos de investimentos influenciam a estrutura de capital da empresa.

Sabendo-se da importância do custo do capital e o efeito deste sobre as operações da empresa que, subsequentemente, afeta a sua lucratividade, e como ele é obtido considerando todas as fontes dos recursos postos à disposição da empresa, de acordo com a participação percentual do capital próprio e de terceiros, propõe-se este enfoque.

2 CONCEITOS IMPORTANTES

O estudo do custo de capital está relacionado com vários conceitos financeiros, dentre os quais se destacam:

2.1 TAXA INTERNA DE RETORNO (TIR)

A Taxa Interna de Retorno é a taxa de desconto que iguala o valor atual líquido dos fluxos de caixa de um projeto a zero. Em outras palavras, a taxa que com o valor atual das entradas seja igual ao valor atual das saídas.

Para fins de decisão, a taxa obtida deverá ser confrontada a taxa que representa o custo de capital da empresa e o projeto só deverá ser aceito quando a sua taxa interna de retorno superar o custo de capital, significando que as aplicações da empresa estarão rendendo mais que o custo dos recursos usados na entidade como um todo.

A TIR é um indicador da rentabilidade do projeto, e deve ser comparada com a taxa mínima de atratividade do investidor.

Esta taxa mínima de atratividade é a taxa correspondente à melhor remuneração que poderia ser obtida com o emprego do capital em um investimento alternativo. Sendo a TIR superior à taxa de atratividade, a análise deve recomendar o investimento no projeto.

2.2 VALOR PRESENTE LÍQUIDO (VPL)

O valor presente líquido ou método do valor atual é a fórmula matemático-financeira de se determinar o valor presente de pagamentos futuros descontados a uma taxa de juros apropriada, menos o custo do investimento inicial. Basicamente, é o cálculo de quanto os futuros pagamentos somados a um custo inicial estaria valendo atualmente. Temos que considerar o conceito de valor do dinheiro no tempo, pois, exemplificando, R\$ 1 milhão hoje,

não valeria R\$ 1 milhão daqui a um ano, devido ao custo de oportunidade de se colocar, por exemplo, tal montante de dinheiro na poupança para render juros.

Tendo-se o entendimento destes conceitos, qualifica-se o estudo do custo de capital.

3 CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital é um conceito financeiro extremamente importante. Agindo como um forte elo entre as decisões de investimento de longo prazo da empresa e a riqueza dos proprietários, como determinado pelos investidores no mercado. Na verdade, é o “número mágico”, usado para decidir se uma proposta de investimento corporativo aumentará ou diminuirá o preço das ações da empresa. De forma clara, apenas aqueles investimentos prováveis de aumentar o preço das ações ($VPL > \$ 0$, ou $TIR > \text{custo de capital}$) seriam recomendáveis. Devido ao seu papel-chave na tomada de decisões financeiras, não há como não enfatizar demasiadamente a importância do custo de capital.

O custo de capital é a taxa de retorno que uma empresa deve obter sobre seus projetos de investimentos para manter o valor de mercado de suas ações. Também pode ser considerado como a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital do mercado para atrair seus fundos para a empresa. Se o risco é mantido constante, projetos com uma taxa de retorno acima do custo de capital aumentarão o valor da empresa e projetos com uma taxa de retorno abaixo do custo de capital diminuirão o valor da empresa.

O custo de capital é estimado em um determinado ponto no tempo. Ele reflete a média futura esperada de custo dos fundos, no longo prazo, baseado na melhor informação disponível. Apesar de as empresas geralmente levantarem recursos de uma vez, o custo de capital deveria refletir uma inter-relação de atividades financeiras. A maioria das empresas mantém uma combinação ótima de financiamento, deliberada, de capital de terceiros e capital próprio. Essa combinação é usualmente chamada de estrutura de capital alvo.

Para capturar as inter-relações de financiamentos, levando em consideração uma estrutura de capital-alvo, precisa-se olhar para o custo de capital como um todo, em vez de o custo de uma fonte específica de fundos usados para financiar um determinado dispêndio.

Existem quatro fontes básicas de fundos a longo prazo para os negócios de uma empresa: dívidas a longo prazo, ações preferenciais, ações ordinárias e lucros retidos.

Apesar de nem todas as empresas usarem cada um desses métodos de financiamento, é esperado de cada empresa que tenha fundos de alguma dessas fontes em sua estrutura de capital. O custo específico de cada uma das fontes de financiamento é o custo após o imposto de renda de obter o financiamento hoje, não o custo histórico, refletido pelo financiamento existente nos registros contábeis das empresas.

3.1 O CUSTO DE AÇÕES PREFERENCIAIS

Ações preferenciais representam um tipo especial de participação dos proprietários na empresa. Elas dão aos acionistas preferenciais o direito de receberem seus dividendos declarados antes que quaisquer lucros possam ser distribuídos para os acionistas comuns. Tendo em vista que a ação preferencial é uma forma de propriedade, é provável que os valores auferidos de sua venda sejam mantidos por um período de tempo.

As ações preferenciais compartilham algumas das características da dívida – o dividendo preferencial é pré-especificado no momento da emissão e é pago antes do dividendo sobre as ações ordinárias – e algumas das características do patrimônio líquido – os pagamentos dos dividendos preferenciais não são dedutíveis do imposto de renda. Se ações preferenciais forem vistas como perpétuas, o custo das ações preferenciais pode ser expresso como se segue:

$$K_{PS} = DPA / PMAP$$

Onde:

K_{ps} = custo da ação preferencial;

DPA = dividendos preferenciais da ação;

PMAP = preço de mercado da ação preferencial.

De acordo com Damodaran (1997, p. 79) “esta abordagem supõe que o dividendo é constante e que as ações preferenciais não possuem qualquer característica especial (convertibilidade, resgatabilidade, etc.)”.

Para o mesmo autor (1997), as ações preferenciais são mais seguras do que as ordinárias, porém mais arriscadas do que a dívida, isso em termos de risco. Conseqüentemente deverão, em bases antes do pagamento de impostos, demandarem um custo mais elevado do que a dívida e um custo menor que o patrimônio líquido.

Custo das Ações Preferenciais	=	O que você dá.	dividido por	O que você obtém.
Custo das Ações Preferenciais	=	Dividendo	dividido por	Preço - Custo de Subscrição

3.2 O CUSTO DA AÇÃO ORDINÁRIA

O custo da ação ordinária é o retorno exigido da ação pelos investidores no mercado de ações. Existem duas formas de financiamento através de ações ordinárias: lucros retidos e novas emissões de ações ordinárias.

3.2.1 O CUSTO DE LUCROS RETIDOS

Sabe-se que os dividendos são pagos a partir dos lucros da empresa. Seu pagamento, feito em dinheiro para os acionistas ordinários, reduz os lucros retidos da empresa. Por exemplo, se uma empresa necessitar de um financiamento por ações ordinárias de um certo

volume; ela terá duas escolhas que se relacionam aos lucros retidos: ela poderá emitir ações ordinárias adicionais naquele montante e ainda pagar dividendos para os acionistas dos lucros retidos. Ou ela poderá aumentar o valor das ações ordinárias retendo os lucros (não pagando os dividendos em dinheiro) no montante necessário. Em um sentido estritamente contábil, a retenção de lucros aumenta as ações ordinárias da mesma forma que a venda de ações ordinárias adicionais o faz. Portanto, o custo de lucros retidos, para a empresa é o mesmo que o equivalente a uma emissão nova totalmente subscrita. Os acionistas acham a retenção dos lucros da empresa aceitável, pois eles esperam ganhar pelo menos o seu retorno exigido pelos fundos reinvestidos.

3.2.2 O CUSTO DE NOVAS EMISSÕES DE AÇÕES ORDINÁRIAS

Esse custo é importante apenas quando não estão disponíveis lucros retidos suficientes. O custo de uma nova emissão de ações ordinárias é determinado calculando-se o custo da ação ordinária, líquido de deságio e o custo de lançamentos associados. Normalmente, para se vender uma nova emissão, ela deverá ser vendida a um preço abaixo do preço presente de mercado. Mais ainda, os custos de lançamento pagos para emitir e vender a nova emissão irá reduzir os recebimentos ainda mais.

3.3 O CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (CMePC)

O Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC é obtido pelo custo de cada fonte de capital ponderado por sua respectiva participação na estrutura de financiamento da empresa.

Davis e Pointon (1996, p. 171) exemplificam a forma de cálculo: vamos calcular o valor do CMPC da empresa, financiada pelo Patrimônio Líquido (PL) de \$ 600.000 e dívidas

de \$ 400.000. Portanto, há 60% de capital próprio e 40% de capital de terceiros. A remuneração requerida pelos acionistas é de 20% e o custo da dívida é de 10%.

$$\text{CMPC} = (20\% \times 0,6) + (10\% \times 0,4) = 16\%$$

O melhor entendimento do CMPC pressupõe o da estrutura de capital, do custo do capital de terceiros, do capital próprio, bem como da noção de risco e retorno.

Para Damodaran (1997, p. 77), o Custo Médio Ponderado de Capital – WACC – pode ser intuitivamente definido como “a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida, patrimônio líquido e títulos híbridos, utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras”.

Brealey e Myers (1984) afirmam que a idéia que está por trás da fórmula do WACC é simples e intuitiva. Para esses autores, se um novo projeto é lucrativo o suficiente para pagar os juros sobre a dívida contraída para financiá-lo e, também, para gerar uma taxa de retorno superior à esperada sobre o patrimônio investido, deve-se considerá-lo como um bom projeto. Essa taxa de retorno superior ao esperado nada mais é do que uma extrapolação da taxa de retorno exigida pelos investidores da companhia (acionistas).

O conceito de custo médio ponderado do capital desenvolvido por Damodaran merece algum destaque quando aplicado ao mercado brasileiro, no tocante às ações preferenciais. Tais títulos, comuns ao mercado norte-americano, não se encontram aplicados e/ou difundidos no mercado nacional. As ações preferenciais brasileiras fazem parte da composição patrimonial (equity), devido às suas características intrínsecas de propriedade. As ações preferenciais, como no modelo de Damodaran, representam um título de dívida, com dividendos estipulados quando do contrato firmado. Os conceitos e aplicações de tais componentes encontram-se evidenciados no decorrer desse estudo, onde o leitor pode facilmente identificar as diferenças entre os títulos de dívida norte-americanos e as ações preferenciais brasileiras.

Os tipos de capital incluídos na formulação de Damodaran não são exaustivos. Para Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 206), “o esquema real de ponderação pode ser mais complexo, já que se faz necessária ponderação de valor de mercado separada para cada fonte de capital envolvendo pagamentos de caixa, presentes ou futuros”. Essas “novas” fontes de

financiamento apresentariam custos próprios e, logo, deveriam aparecer como ponderações separadas na formulação do WACC. Para esses autores, outras possíveis fontes de financiamento seriam os leases (operacionais e financeiros), endividamentos subsidiados, títulos conversíveis em ações e avais e/ou opções de compra de ações por executivos (lista não exaustiva).

3.3.1 CUIDADOS NA UTILIZAÇÃO DO WACC

Um destaque a ser evidenciado quando da utilização do modelo WACC é sua vinculação às ponderações a valor de mercado. Damodaran (1997, p. 80) afirma que “os pesos atribuídos ao patrimônio líquido e à dívida no cálculo do custo médio ponderado do capital precisam ser baseados em valor de mercado, não em valor contábil”. O raciocínio se fundamenta no fato de o custo de capital medir o custo de emissão de títulos, tanto de ações quanto de bônus, para financiamento de projetos, e que esses títulos são emitidos a valor de mercado, não pelo valor contábil.

Copeland, Koller e Murrin (2002) afirmam que existe um problema de circularidade envolvido na estimativa do WACC. Essa circularidade advém da utilização das ponderações a valor de mercado para determinar o WACC, mas não temos como fazê-las sem antes saber o valor de mercado – em especial o valor de mercado do patrimônio líquido, que é objetivo do processo de avaliação de empresas. Em essência, não podemos saber o valor do WACC sem ter em mãos o valor de mercado do patrimônio líquido e não podemos saber o valor do patrimônio líquido sem saber o WACC.

Uma das formas de superar essa barreira é simplesmente iterar entre as ponderações usadas no WACC e o valor resultante do patrimônio líquido (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2002). Para tanto, utiliza-se o fluxo de caixa livre para determinar a nova composição (estrutura) patrimonial da companhia e determinar, também, novo WACC. Uma forma simples e intuitiva de determinar o valor de mercado da empresa é descontar o fluxo de caixa dos acionistas pelo custo do capital próprio. A partir da obtenção desses dados, podemos calcular um único WACC válido para a empresa como um todo.

Para Damodaran (1997) existem três argumentos-padrão contra a utilização de valor de mercado. Primeiro, argumenta-se que o valor contábil é mais confiável do que o valor de mercado por não ser tão volátil. Embora seja verdade que o valor contábil não muda tanto quanto o de mercado, tal fato é mais um reflexo de fraqueza do que de força, uma vez que o valor real da empresa muda ao longo do tempo, à medida que informações tanto específicas da empresa quanto de mercado são divulgadas. Argumentaríamos que o valor de mercado, com sua volatilidade, constitui um reflexo muito melhor de valor real do que o contábil.

Segundo, sugere-se usar o valor contábil em vez do de mercado é uma abordagem mais conservadora à estimativa dos índices de endividamento. Assume-se que os índices de endividamento baseados em valor de mercado são sempre mais baixos do que os baseados em valor contábil, uma suposição que não se apóia em fatos e, terceiro, alega-se que os credores não emprestarão com base em valor de mercado, mas esta alegação, também, parece ser baseada mais em percepção que em realidade.

4 CONCLUSÃO

Através do estudo do custo de capital podemos selecionar investimentos de capital que aumentam o valor do acionista, assim como determinar medidas importantes de custo de capital para que uma empresa utilize na tomada de decisões de financiamentos e investimentos a longo prazo.

REFERÊNCIAS

Custo do capital. Disponível em: <[http://pt.wikipedia.org/wiki/Custo do capital](http://pt.wikipedia.org/wiki/Custo_do_capital)>. Acesso em: 31 de Out. 2007.

Gitman, Lawrence J. **Princípios de administração financeira – essencial/** trad. Jorge Ritter. 2.ed. – Porto Alegre: Bookman, 2001.

Princípios básicos de finanças - custo de capital. Disponível em: <<http://www.bertolo.pro.br/Adminfin/pbf/costofcapital.html>>. Acesso em: 30 de Out. 2007.

Valor presente líquido. Disponível em: [http://pt.wikipedia.org/wiki/Valor Presente L%C3%ADquido](http://pt.wikipedia.org/wiki/Valor_Presente_L%C3%ADquido). Acesso em: 30 de Out. 2007.