

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

TÍTULO DO TRABALHO: ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: ONDE FORAM APLICADOS OS RECURSOS CAPTADOS NA BOLSA?

AUTORES

PATRÍCIA GOMES CARDIA

Faculdade de Filosofia, Ciências e Letras de Ituverava
patricia_cardia@hotmail.com

GISELI OLIVEIRA MALQUET

Faculdade de Filosofia, Ciências e Letras de Ituverava
marceloamb@hotmail.com

MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

Faculdade de Filosofia, Ciências e Letras da Fundação Educacional de Ituverava
marceloambrozini@yahoo.com.br

RESUMO

A teoria tradicionalista (*trade-off*) afirma que existe uma estrutura de capital ótima para as empresas, obtida com uma proporção de dívidas e recursos próprios capaz de minimizar o custo médio ponderado do capital. Uma outra teoria (*pecking order*) defende que a empresa deve seguir um ordenamento de fontes de recursos no momento em que precisa de dinheiro: a primeira fonte de recursos deve advir da retenção de lucros. Num segundo momento, a empresa deveria procurar empréstimos e, somente em última instância, a empresa deveria abrir o capital. A questão que norteia a pesquisa empírica realizada nesse trabalho é: onde foram aplicados os recursos captados pelas empresas na Bolsa de Valores? Uma questão secundária a ser respondida é: quando as empresas brasileiras necessitam de capital para realizar seus investimentos, elas obedecem a teoria financeira do *pecking order*? No levantamento realizado, foi observado que a maior parte das empresas que abriram o capital nos anos de 2004 a 2007, não possuíam um alto endividamento. Com base nisso, pode-se pressupor que as empresas parecem não estar seguindo a lógica do *pecking order*, já que, se assim fosse, as companhias possuiriam uma estrutura de capital altamente alavancada e isso não foi observado.

ABSTRACT

The traditionalistic theory (tradeoff) affirms that a structure of great capital exists for the companies, obtained with a proportion of debts and own resources capable to minimize the considered medium cost of the capital. Another theory (the pecking order theory) defends that the company should follow an order of sources of resources when she needs money: the first source of resources should occur of the retention of profits. In a second moment, the company should seek loans and, only ultimately, the company should open the capital. The subject that orientates the empiric research accomplished in that work it is: where were the resources applied captured by the companies in the stock exchange? A secondary subject to be answered is: when do the

Brazilian companies need capital to accomplish your investments, do they obey the financial the pecking order theory? In the accomplished rising, it was observed that most of the companies that they opened the capital in the years from 2004 to 2007, didn't possess a high debt. With base in that, it can be presupposed that the companies seem not to be following the logic of the pecking order, since, if it goes like this, the companies would possess a capital structure highly debt and that was not observed.

Palavras-chave: Abertura de Capital, Bolsa de Valores, Teorias do *pecking order* e *tradeoff*.

1. INTRODUÇÃO

As decisões de financiamento das empresas com base nas teorias de estruturas de capital formam um dos temas mais discutidos em finanças corporativas e o grande debate gira em torno da existência ou não de uma estrutura ótima de capital. Nos últimos cinquenta anos, esse tema tem despertado a atenção de empresários, investidores, credores, governo e da comunidade acadêmica em particular.

A teoria da estrutura de capital estuda as relações entre a composição dos recursos de financiamento das empresas com o seu respectivo valor de mercado, procurando indicar qual deve ser a estrutura de capital que maximiza esse valor – baseado em um *tradeoff* ótimo – ou, na inexistência dessa combinação de recursos que possibilite a otimização do valor, indicar e evidenciar a melhor forma da empresa buscar e balancear seus recursos – o chamado *pecking order*.

A polêmica em torno da existência ou não dessa estrutura ótima vem alimentando um debate que já dura quase meio século. Porém, a verificação empírica de hipóteses propostas tem gerado resultados que polarizam opiniões, mostrando que essa discussão está longe de ter um fim ou um consenso geral.

Os trabalhos já realizados sobre esse tema, tanto no Brasil quanto no exterior, são sobremaneira teóricos e discorrem sobre as mais diferentes teorias elaboradas acerca da estrutura de capital. Em contrapartida, muitos trabalhos empíricos clássicos foram realizados com empresas americanas, mas, possuem uma limitação de entendimento e extensão de suas conclusões para o Brasil.

A teoria tradicionalista afirma que existe uma estrutura de capital ótima para as empresas, obtida com uma proporção de dívidas e recursos próprios capaz de minimizar o custo médio ponderado do capital. No entanto, o total de dívidas obtidas não pode comprometer a situação de liquidez e solvência da empresa.

Uma outra teoria financeira, diz que a empresa deve seguir um ordenamento de fontes de recursos no momento em que precisa de dinheiro. Para os defensores dessa teoria, conhecida como *pecking order*, a primeira fonte de recursos para a empresa deve adir da retenção de lucros. Num segundo momento, a empresa deveria procurar Bancos. Somente em última instância a

empresa deveria abrir o capital, devido principalmente ao alto custo do capital próprio e à divisão do controle da empresa.

Porém, as principais teorias financeiras foram elaboradas em países desenvolvidos, como os Estados Unidos e, sob a hipótese de mercados eficientes. Isso não é observado na realidade brasileira. Na prática, o Brasil viveu um longo período onde o custo da dívida era maior que o custo do capital próprio, exatamente o contrário do pregado pelas teorias financeiras. Essa distorção do mercado brasileiro fez com que muitas empresas procurassem a Bolsa de Valores.

Isso porque, nos EUA, o custo do capital é diferente daquele observado no Brasil, as fontes de financiamento são mais abundantes, o acesso ao mercado de capitais é menos restrito e o tratamento fiscal dos juros da dívida é outro. No Brasil, as fontes de financiamento são escassas - provocando distorções como o fato de o capital de curto prazo ter, algumas vezes, custo mais alto do que o de longo prazo -, a tributação é excessiva e o mercado de capitais é menos desenvolvido.

Nesse cenário, a Bolsa de Valores ocupou um importante espaço ao longo dos últimos anos, suprimindo a falta de fontes de financiamento de longo prazo no Brasil. Após a alta desvalorização do Real ocorrida às vésperas da eleição presidencial de 2002, muitas empresas precisaram recorrer a dívidas bancárias de alto custo financeiro e baixa maturidade. No início de 2004, quando o mercado acionário voltou a ficar aquecido, graças em parte às regras do Novo Mercado, grande parte dessas companhias já estavam com as dívidas reestruturadas e iniciaram um ciclo de abertura de capital.

O acelerado ritmo de empresas que abriram capital nos últimos anos foi responsável por uma grande alteração na estrutura de dívidas dessas empresas. Sempre que uma empresa emite ações no mercado, a participação de recursos próprios em relação ao capital de terceiros aumenta, alterando assim a alavancagem da empresa.

Porém, como preconizado pela Teoria de Finanças, o custo do capital próprio (como o obtido na emissão de ações) é maior que o custo dos recursos obtidos junto aos bancos basicamente por um motivo principal: o risco do dinheiro que o dono aplica na empresa é maior que o risco incorrido por um Banco no empréstimo de recursos. Um Banco, por exemplo, ao emprestar dinheiro para uma empresa exige garantias reais e o pagamento de um juros fixo. O dono da empresa, por sua vez, só terá retorno se a empresa auferir lucros e muitas vezes terá de esperar um longo tempo para isso.

Como em finanças, o retorno é função do risco, quanto maior o risco incorrido na aplicação de recursos, maior terá de ser o retorno exigido. Dessa forma, os recursos advindos do dono da empresa (ou dos acionistas, no caso de uma sociedade de capital aberto) são mais onerosos para a organização do que os obtidos de terceiros. O boom de empresas que entraram na bolsa, fez com que a percepção do público em geral fosse de que o dinheiro captado pela emissão de ações é mais barato que o da dívida via Bancos e isso é um tremendo engano.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA E METODOLOGIA

A questão que norteia a pesquisa empírica realizada nesse trabalho é: onde foram aplicados os recursos captados pelas empresas na Bolsa de Valores? Uma questão secundária a ser respondida, é: quando as empresas brasileiras necessitam de capital para realizar seus investimentos, elas obedecem a teoria financeira do *pecking order*?

O objetivo deste trabalho é verificar onde as 61 empresas brasileiras que abriram capital nos anos de 2004 a meados de 2007 aplicaram os recursos captados no mercado. Após feito esse levantamento, será realizada uma análise do ponto da teoria de finanças com intuito de verificar se os recursos tiveram a destinação pregada pelos financistas.

Como esse estudo é exploratório, não serão traçadas hipóteses de pesquisa. O interesse aqui é fazer um levantamento da destinação dos recursos financeiros levantados na Bolsa e traçar um paralelo com as teorias financeiras do *pecking-order* e do *trade-off*.

Este trabalho foi feito a partir de um levantamento realizado pelo jornal Valor Econômico com base nos prospectos de emissão de ações, com pesquisas realizadas diretamente com as empresas e por meio de informações obtidas junto à Comissão de Valores Mobiliários.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Do início dos estudos das finanças corporativas até o começo da década de 1950, as análises da estrutura de capital das empresas careciam tanto de uma base teórica, que tratava da relação entre risco e custo de capital, quanto de instrumentos tecnológicos que permitissem processar uma grande quantidade de dados. Assim sendo, poucos trabalhos científicos foram desenvolvidos no sentido de avaliar os efeitos de diferentes estruturas de capital no custo da obtenção de recursos.

Era aceita a idéia de que o mercado reagia positivamente a um incremento de capital de terceiros na companhia até um determinado ponto onde o risco de insolvência começava a se tornar perigoso. A partir daí, o custo de capital começava a se tornar cada vez maior à medida que a empresa aumentasse seu endividamento.

Em 1952, foi publicado um dos trabalhos pioneiros desenvolvidos com maior rigor científico sobre esse tema. Apresentado por David Durand com o título “*Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*”, defendia o ponto de vista da chamada Escola Tradicionalista que afirmava haver uma estrutura ótima de capital que possibilitava a maximização do valor de mercado da empresa.

Em 1959, o mesmo Durand apresentou um outro estudo importante, “*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment*”, publicado na *American Economic Review*. Nele, o autor afirma que, se houver um consenso de que o valor da empresa pode ser obtido por meio do valor presente dos fluxos de caixa futuros descontados a uma taxa que reflita o custo de oportunidade do capital empregado, uma eventual redução dessa taxa, desde que mantidos constantes os fluxos esperados, possibilitará um aumento no valor da empresa.

Observa-se então, que a maximização do valor da empresa se dá pela minimização do custo do capital utilizado pela organização. Mas David Durand deixou claro que não necessariamente seria possível reduzir o custo de capital simplesmente com mudanças na estrutura de capital da

empresa, ou seja, na alteração das proporções de capital próprio e de terceiros utilizados pela organização.

Os tradicionalistas afirmavam então, que a empresa deveria procurar endividar-se até conseguir obter um custo de capital mínimo, desde que esse endividamento não comprometesse a capacidade de solvência da organização.

A existência dessa estrutura ótima de capital começou a ser discutida em 1958 com as pesquisas de Franco Modigliani e Merton Miller, aqui chamados de MM. No trabalho “*The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment*”, os autores discordam da teoria tradicionalista e criam um ambiente hipotético onde as decisões de financiamento não exercem nenhum tipo de influência na determinação do valor da empresa.

A publicação desse artigo contradizia o consenso existente entre os tradicionalistas e causou uma reação às proposições de Modigliani e Miller. Por isso, muitos autores consideram os estudos de MM como o marco inicial da chamada “Moderna Teoria de Estrutura de Capital”.

Modigliani e Miller (1958) propuseram que, sob determinadas condições – tais como ausência de tributação e custos de falência, expectativas homogêneas dos investidores em relação aos projetos que demandam recursos financeiros, mercados de capitais com simetria de informação, ausência de custos de agência, oferta de fundos infinitamente elástica, fluxos de caixa constantes –, o valor de mercado de qualquer empresa é determinado pela capitalização do seu retorno esperado, descontado pela taxa de retorno do ativo.

Como MM defendiam a tese de que o valor de mercado da empresa era independente de sua estrutura de capital, não existia uma estrutura de capital ótima que maximizasse o valor da empresa, ficando esta tarefa para a qualidade das decisões de investimento.

Os resultados dos primeiros testes das proposições de MM aplicados em empresas do setor petrolífero e de energia elétrica mostraram que não havia evidência de relação significativa entre o custo médio de capital da empresa e seu grau de alavancagem. Isso confirmava a hipótese de indiferença da estrutura de capital. Os resultados confirmaram ainda uma outra previsão do modelo, a de que o custo do capital próprio da firma crescia linearmente à medida que aumentava a alavancagem.

2.1. Teorias de *Pecking Order* e *Tradeoff*

Muitos outros trabalhos foram realizados nesse sentido. Estudos foram feitos sobre os benefícios fiscais das dívidas, influência da alavancagem para a empresa, ponto ótimo e mudanças na estrutura de capital, aumento do risco de insolvência pelo endividamento entre outros. Mas, nenhum trabalho foi capaz de por fim à discussão sobre a real existência de uma estrutura ótima de capital para as empresas.

Vários autores apontam o artigo escrito por Stewart C. Myers como o precursor das teorias de *tradeoff* e *pecking order*. No *modelo de tradeoff estático* proposto por Myers (1984), uma estrutura de capital ótima é alcançada quando o benefício fiscal do empréstimo é balanceado, até um limite -valor marginal –, pelos custos das dificuldades financeiras decorridas do endividamento. O grau

de alavancagem ótimo é geralmente determinado por um *tradeoff* dos custos e benefícios dos empréstimos, que assegura à empresa ativos e planos de investimento constantes.

Um pressuposto básico e importante de Myers é que a empresa consegue substituir o endividamento por recursos próprios, ou seja, ela tem condições de liquidar suas dívidas e injetar recursos oriundos dos acionistas nos investimentos. Além disso, o valor de mercado da firma também poderá ser maximizado.

Em confronto com a teoria do *tradeoff*, temos a teoria do *pecking order*. Nela, a empresa prefere os recursos internos aos externos, e o endividamento com capital próprio em primeiro lugar, se recursos externos forem necessários. Aqui, o grau de alavancagem reflete o montante necessário de financiamento externo. Se precisar de financiamento externo, a empresa busca fontes mais seguras, com garantias híbridas como títulos de dívida, que minimizem os riscos de falência. Somente em último caso a empresa toma capital dos acionistas com emissão de novas ações.

2.2. Estudos Recentes acerca da Estrutura de Capital

Atualmente, essas correntes de pensamentos sobre a teoria das finanças corporativas têm se delineadas: de um lado, temos os defensores da chamada Escola Tradicionalista, que acreditam na existência de uma estrutura ótima de capital para as empresas, baseada em um equilíbrio entre risco e retorno (*trade-off*), que maximiza o preço de suas ações. Enquanto no *trade-off* busca-se uma estrutura ótima de capital, no *pecking order*, mudanças no endividamento são direcionadas por uma ordem de preferência de recursos externos. Essa discussão deu origem a vários trabalhos acadêmicos nos últimos anos no intuito de testar as duas correntes

Shyam-Sunder e Myers (1999) fizeram um estudo comparando variações de investimento e geração de receitas no curto prazo com 157 empresas no período de 1971 a 1989 através de simulação de Monte Carlo e chegaram à conclusão de que o modelo de *pecking order* melhor descreveu o comportamento das empresas analisadas.

Fama e French (2002), analisaram mudanças no grau de alavancagem, política de distribuição de dividendos e dívidas e variações nos investimentos em mais de 3000 empresas nos anos de 1965 a 1999. Ao confrontar os dois modelos, concluíram que cada modelo tem um valor preditivo no controle dos efeitos do endividamento.

Confirmando o previsto pelos modelos de *tradeoff* e *pecking order*, a maior parte das empresas com os mais altos lucros e as empresas com menores investimentos possuem altas taxas de distribuição de dividendos. Confirmando o modelo de *pecking order*, em contraposição ao *tradeoff*, as empresas mais lucrativas foram as que se apresentaram menos alavancadas.

Em contrapartida, as empresas com maiores investimentos possuem menor grau de alavancagem, o que confirma o pressuposto do modelo *tradeoff*. Além disso, foi constatado que empresas com maiores investimentos possuíam as menores taxas de distribuição de dividendos e essas distribuições não variavam para suprir necessidades nos investimentos de curto prazo.

Mais recentemente, Frank e Goyal (2003) fizeram um estudo para testar a teoria do *pecking order* por meio de uma análise *cross-section* com empresas americanas nos anos de 1971 a 1998. Os

pesquisadores chegaram a conclusão que, ao contrário do que é geralmente sugerido, o financiamento interno geralmente não é suficiente para cobrir o dispêndio com investimentos e o financiamento externo é muito utilizado.

2.3 Estrutura de Capital no Brasil

No Brasil, várias pesquisas têm sido realizadas na mesma corrente dos estudos internacionais, tanto na tentativa de analisar se as evidências levantadas no exterior se aplicam à realidade brasileira, quanto para confrontar nossos resultados com o observado em outras empresas do mundo.

Famá e Kayo (1997) apresentaram evidências dos efeitos positivos e negativos do endividamento na influência da estrutura de capital das empresas sob a ótica da Teoria de Agência. De acordo com as observações do estudo, as empresas que apresentaram boas oportunidades de crescimento mostraram um endividamento significativamente menor que as empresas com poucas oportunidades de crescimento. Essa constatação confirmou a teoria de que o uso de dívidas deve ser privilegiado em empresas maduras, cujas perspectivas de investimento em novos projetos rentáveis sejam menores.

Famá e Mehler (1999), através de um conjunto de análises estatísticas, procuraram verificar se a dimensão da participação de capitais de terceiros com relação ao patrimônio líquido teria influência sobre os resultados e sobre o valor das empresas de maiores lucros ou prejuízos nominais da América Latina. Foram revelados indícios de que o nível de endividamento se constitui num fator que potencia os resultados das empresas com tendência a gerar lucro, aumentando conseqüentemente seu valor, e age negativamente com tendência a gerar prejuízo.

Carrete (1999) fez uma pesquisa empírica sobre o modelo de decisão da estrutura de capital utilizado pelas empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo nos períodos de 1991 a 1999. O estudo testou os modelos de *pecking order* e *tradeoff* em um cenário de altas taxas inflacionárias e um de relativa estabilização de preços. Os testes econométricos apontaram fortes evidências a favor do modelo de *pecking order* para todo o período de estudo.

Soares e Procianoy (2000) objetivaram verificar a influência da inflação nos níveis de endividamento das empresas de capital aberto em função da implantação do Plano Real como elemento redutor da inflação. Esse é um típico trabalho empírico importante que foi adaptado para as condições peculiares da economia brasileira. O estudo concluiu que, no período de 1991 a 1997, houve um aumento nos níveis de endividamento e na utilização de capital de terceiros para a composição dos ativos das empresas.

Dos trabalhos mais recentes Gava e Vieira (2003), analisaram as decisões de investimento e financiamento efetuadas pelas empresas brasileiras visando identificar os tipos e montantes de aplicações de recursos e as fontes que foram buscadas para supri-las.

3. LEVANTAMENTO DA DESTINAÇÃO DOS RECURSOS CAPTADOS NA ABERTURA DE CAPITAIS

A decisão de abrir capital em bolsa afeta de maneira direta a proporção entre capital próprio e capital de terceiros de uma empresa. O capital próprio consiste de fundos de longo prazo, fornecidos pelos proprietários da empresa, os acionistas. Diferente dos fundos captados de terceiros, espera-se que o capital próprio permaneça na organização durante um período de tempo indefinido, dando suporte aos investimentos nos ativos permanentes.

Como os acionistas assumem um maior risco na aplicação de seus recursos, eles devem ser compensados com retornos mais elevados que os fornecedores de capital de terceiros. Se a empresa conseguir remunerar seus acionistas e credores a uma taxa acima da mínima exigida, estará tendo êxito no seu objetivo de criação de valor.

Conforme exposto por Assaf Neto (2003, p. 64) o custo de capital é adotado como um método de medição de propostas de investimentos. Sua função básica é servir como um mecanismo racional para se determinar a atratividade econômica de qualquer proposta que exija a utilização de recursos financeiros e que se tenha por objetivo a maximização de seu retorno.

Por sua vez, o capital de terceiros consiste em fundos captados via empréstimos. Ao contrário do capital próprio, onde o conselho de administração pode optar por não pagar dividendos, o uso do capital de terceiros exige o pagamento dos juros e a devolução do principal ao final de um período pré-estabelecido. O não pagamento por parte da empresa, situação de inadimplência, pode culminar no decreto de sua falência.

Como os credores da empresa têm garantido o direito de recebimento dos seus valores emprestados mais os juros, eles correm um risco menor do que quaisquer outros fornecedores de capital a longo prazo. Por isso, o custo do capital de terceiros é consideravelmente menor do que o custo de outras formas de financiamento.

Do ponto de vista da empresa, o pagamento de juros da dívida é tratado como despesa, sendo integralmente dedutível para fins de imposto de renda. O governo oferece, portanto, um subsídio ao uso de capital de terceiros, o chamado benefício fiscal.

Sabemos no entanto que, no Brasil, as taxas de juros praticadas no mercado tem apresentado valores consideravelmente altos nos últimos anos, dificultando o acesso a recursos privados e dificultando o processo de captação das empresas como um todo, principalmente as de menor porte. Esse fator pode explicar, em parte, a grande procura à Bolsa de Valores nos últimos anos.

O quadro 1 mostra a destinação dos recursos captados pelas empresas brasileiras que fizeram oferta de ações na Bolsa de Valores de São Paulo no período de janeiro de 2004 a abril de 2007. Esse levantamento foi extraído do jornal Valor Econômico, que realizou um estudo com base nos prospectos de emissão de ações, pesquisas realizadas junto às empresas e por meio de informações obtidas junto à Comissão de Valores Mobiliários.

Empresa	Quanto captou (em R\$ milhões)	Utilização dos recursos
Aberturas de capital no ano de 2004		

CCR	375,0	Todos os recursos foram utilizados para comprar a empresa Via Oeste.
ALL	267,4	81,5% para compra de locomotivas e vagões; 9,1% para compra de trilhos e 9,4% aplicados em terminais e novas tecnologias.
Gol	540,9	A maior parte dos recursos (cerca de 70%) foram utilizados na compra de aeronaves.
Braskem	1.100,0	Aumento da capacidade de produção e aquisição de Politeno.
CPFL Energia	783,8	Metade dos recursos em aquisições de outras empresas (como a RGE) e metade investido em geração de energia.
Empresa	Quanto captou (em R\$ milhões)	Utilização dos recursos
Dasa	126,1	O total dos recursos foram usados na compra de outras empresas, entre elas a Pasterur, Image, Lavoisier.
Porto Seguro	194,6	A empresa não especificou a destinação dos recursos.
Bradespar	1.000,0	O dinheiro foi utilizado para pagamento de dívidas.
Suzano Petroq.	31,9	Reestruturação societária, incluindo aquisição da fatia da empresa Basell na Polibrasil.
Aberturas de capital no ano de 2005		
Renar Maçãs	16,0	O dinheiro foi utilizado na compra de frutas, aumento da capacidade de armazenamento e pagamento de dívidas.
Submarino	135,1	2/3 dos recursos foram utilizados para pagamento de dívida.
Ultrapar Part.	47,2	Expansão da capacidade produtiva
TAM	437,5	90% do valor obtido foi usado na compra de aeronaves.
Lojas Renner	347,5	55% para pagar dívidas com ex-controladoras e o restante para expansão.
Energias BR	1.200,0	57% para quitar dívidas e o restante aplicados em projetos de geração de energia.
OHL	135,0	A empresa usou o dinheiro para compra da Vianorte.
Cyrela	511,5	A maior parte foi utilizada na compra de terrenos.
La Fonte	105,0	Diminuição do endividamento da holding do grupo.
Cosan	885,8	70% dos recursos foram utilizados na compra de usinas sucro-alcooleiras e a empresa manteve 177 milhões em caixa.
UOL	323,0	Pretendia fazer aquisições. Manteve R\$ 395 milhões em caixa.
CESP	57,1	Usados para quitar dívidas com o governo paulista.
Aberturas de capital no ano de 2006		
Copasa	813,5	Do total dos recursos, 60% foram usados em novas concessões e 25% na melhoria das existentes e R\$ 200 milhões.
Company	208,0	92,5% para a compra de terrenos e lançamento de empreendimentos.
Rossi	612,5	Mais de 60% foram usados na compra de terrenos e o restante em novos empreendimentos.
Gafisa	494,4	40% foram para compra de terrenos e 20% para lançamentos de empreendimentos.

Totvs	284,8	A maior parte dos recursos (80%) foram usados na aquisição de outras empresas, como a RM Sistemas. Os outros 20% foram investidos em treinamento e contratação de pessoal.
Brasilagro	583,2	A empresa pretendia usar todo o dinheiro na aquisição e arrendamento de propriedades imobiliárias.
Localiza	156,8	R\$ 50 milhões para pagar dívidas e o restante para caixa.
Saraiva	66,0	Expansão da rede de lojas e investimento em tecnologia.
CSU	100,3	65% para investimentos e aumento de caixa e 35% para pagamento de dívidas.

Empresa	Quanto captou (em R\$ milhões)	Utilização dos recursos
Duratex	195,8	A empresa pretendia realizar aquisições, mas depois optou por investir em expansão orgânica.
Randon	99,0	O dinheiro compôs um programa de investimentos que pretende obter R\$ 800 milhões até 2008.
Lupatech	155,1	A empresa investiu todos os recursos na aquisição de empresas como a Itasa, Válvulas Worcester e outras.
Datasul	173,3	77% em aquisições de empresas como a Informenge e Meya).
MMX	1.200,0	Os recursos serão utilizados em minas e portos, mas a maioria ainda está no caixa.
Abyara	188,3	60% para a incorporação e 40% para capital de giro.
Medial	474,1	54% para aquisições das empresas Amesp e E-nova e R\$ 18 milhões para ampliações.
Klabin Segall	375,5	100% para compra de terrenos e lançamento de novos empreendimentos.
Brascan	940,0	Metade dos recursos foram usados para pagamento de dívidas e metade em lançamentos.
Perdigão	920,0	A maior parte do dinheiro foi investida em lácteos e bovinos. R\$ 101 milhões foram usados na compra da Batávia e o restante na construção de novas fábricas.
Profarma	310,5	Os recursos serão investidos na expansão da empresa, seja por meio de aquisições ou crescimento orgânico.
Odontoprev	186,2	80% para aquisição de empresas, como a compra da DentalCorp por R\$ 24 milhões.
Brasil Ecodiesel	378,9	R\$ 81 milhões para pagar dívidas e a maior parte para construção de usinas.
São Carlos	411,6	O dinheiro vai compor um fundo de R\$ 1 bilhão, que serão utilizados na compra de imóveis pelos próximos três anos.
Positivo	65,8	Do total dos recursos, 45% serão investidos no capital de giro da empresa e 45% em melhorias do processo produtivo.
Vivax	58,8	Todo o dinheiro obtido foi para melhorar o capital de giro. Depois, a empresa foi comprada pela NET.

Equatorial	185,6	Pretende usar os recursos para adquirir empresas. Por enquanto, o dinheiro está no caixa.
GP Investments	741,3	38% foram para o fundo GP III e o restante poderá ser capital de fundos futuros.
Santos Brasil	961,5	R\$ 350 milhões foram usados para pagar dívidas e o restante irá para o caixa.
Terna	417,8	Serão usados em aquisições e projetos. A empresa está aguardando leilões de linhas de transmissão.

Empresa	Quanto captou (em R\$ milhões)	Utilização dos recursos
Aberturas de capital no ano de 2007		
Tecnisa	650,0	Maior parte para compra de terrenos e financiamento de obras e o restante para pagar dívidas.
CCDI	556,8	60% em lançamentos e 20% em compra de terrenos. Até agora a empresa usou 20% dos recursos captados.
PDG Realty	483,0	Pretendia adquirir participações em incorporadora.
Rodobens Neg. Imob.	448,5	80% para compra de terrenos e realização de obras e o restante aplicados em capital de giro.
Iguatemi	548,7	40% para aquisições, 20% em novos projetos e 30% na expansão de shopping.
São Martinho	260,0	40% do dinheiro foi usado para concluir a terceira usina do grupo e 40% ficarão disponíveis para investimento em possíveis novos negócios.
GVT	1.100,0	A maior parte foi usada para a expansão da rede e R\$ 300 milhões para pagar dívidas.
JBS (Friboi)	1.200	70% dos recursos serão usados para expansão ou aquisições e 30% para capital de giro.
Banco Pine	356,9	Reforço da base de capital para fomentar crédito.
Even	460,0	Cerca de 85% do total dos recursos deverão ser destinados a compra de terrenos e investimento em novos empreendimentos.
BR Malls	696,1	Pretende usar 60% na aquisição de participação em shoppings e 20% na construção de novos shoppings.

Quadro 1 – Destinação dos recursos captados na Bolsa de Valores de São Paulo entre janeiro de 2004 e abril de 2007.

Das 61 empresas que fizeram ofertas primárias de ações, conforme mostrado no quadro 1, 46 usaram o dinheiro para expansão dos seus negócios, seja ela orgânica ou por meio de aquisições. As demais empresas utilizaram os recursos basicamente para reforçar o capital de giro e para quitar dívidas. Do ponto de vista da teoria financeira, ao emitir ações para pagar dívidas, a empresa está trocando recursos mais baratos por fontes mais caras.

No tocante às aplicações para investimento no crescimento da empresa, destaque especial deve ser dado às empresas do setor imobiliário, que investiram pesadamente na aquisição de terrenos para lançamento de novos empreendimentos e as empresas do setor aéreo, que destinaram os recursos na compra de aeronaves. As empresas do setor de construção civil representam a maioria das empresas que abriram capital no período de janeiro de 2004 a abril de 2006 e merecem destaque também por comporem a maioria das empresas listadas no Novo Mercado.

Essas empresas encontraram na Bolsa uma ótima fonte de recursos, uma vez que são raríssimas as fontes de financiamento para aquisições. Como observado no quadro 1, grande parte das empresas usaram o dinheiro obtido na abertura de capital para fazer aquisições. O laboratório de análises clínicas Diagnósticos da América (Dasa), a operadora de planos de saúde Medial e a empresa do setor odontológico Odontoprev, são exemplos de organizações que utilizaram os recursos obtidos na emissão de ações para adquirir outras empresas.

Outro setor que se destacou nas aquisições foi o de tecnologia. A Totvs, por exemplo, empregou R\$ 285 milhões captados na Bolsa na aquisição da RM Sistemas e de outras concorrentes. O mesmo foi feito pela empresa Datasul. A Braskem, por sua vez, utilizou os recursos captados na bolsa para aumentar a capacidade de produção e adquirir a Politeo. Isso permitiu à empresa alterar sua estrutura de capital, com a liquidação de compromissos de curto prazo, alongamento de vencimentos e redução de custos financeiros. Após algum tempo, a empresa consolidou a compra do grupo Ipiranga.

Ainda com base no quadro 1, algumas companhias ainda mantêm os recursos captados na emissão de ações nas suas disponibilidades, mais especificamente em aplicações financeiras. Esses recursos, por enquanto, estão aumentando a liquidez da empresa e deverão ser investidos futuramente.

Apesar de a maioria das empresas terem aplicados seus recursos de acordo com a intenção declarada no prospecto, algumas delas não agiram dessa maneira. Dentre elas, destaque para as empresas do setor de energia e rodoviário, que investem em setores regulados do governo. A concessionária de rodovias OHL ainda está aguardando a retomada da concessão de estradas para realização de novas aquisições. O mesmo acontece com a empresa Terna, que está aguardando a concessão de linhas de transmissão de energia.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A maior parte das empresas que abriram o capital nos anos de 2004 a 2007, não possuíam um alto índice de endividamento. Com base nisso, pode-se pressupor que as empresas parecem não estar seguindo a lógica do *pecking order*, já que, se assim fosse, as companhias possuiriam uma estrutura de capital altamente alavancada e isso não foi observado.

Para confirmar esse pressuposição, esse estudo mostra que muitas companhias abriram capital e mantiveram os recursos em caixa. Se essas empresas estivessem comprometidas com dívidas bancárias, o dinheiro captado na emissão das ações seria imediatamente revertido na quitação dessas dívidas.

Um fator que pode explicar o fato de muitas empresas ter usado os recursos captados na bolsa para expansão dos seus negócios é que, para empresas em fase de forte crescimento e resultados mais voláteis, o pagamento da captação de recursos via emissão de ações se dá por dividendos. Enquanto os juros das dívidas são fixos, a empresa só tem que distribuir dividendos caso obtenha lucros. A outra forma de remuneração ao acionista, a valorização da ação no mercado, não depende de desembolsos de caixa por parte da empresa.

As empresas brasileiras que abriram o capital nos últimos anos fizeram isso em um momento oportuno. Nunca, como agora, houve entrada tão forte de recursos estrangeiros para investimentos. Isso se deve ao fato de as taxas de juros internacionais estarem baixa e faz com que os investidores estejam dispostos a pagar prêmios elevados nas emissões dos papéis.

Porém, o uso de dinheiro captado na bolsa de valores, conforme preconizado pela teoria financeira do *pecking order*, não deveria ser utilizado no pagamento de dívidas. Isso por um motivo muito óbvio: o custo do capital próprio é maior que o custo advindo de terceiros. Além disso, a redução do endividamento faz com que o lucro da empresa aumente, já que as despesas financeiras são menores. Com um lucro maior, o valor dos impostos incidentes sobre o lucro (Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido) são maiores. O aumento do resultado líquido, no entanto, não afeta uma métrica comumente usada pelos analistas no cálculo do preço justo das ações, o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (Lajida).

As empresas, por sua vez, têm uma série de motivos para justificar o pagamento de dívidas com os recursos captados na bolsa. A redução das dívidas no momento presente pode ser uma estratégia para obtenção de um fôlego financeiro necessário para captação de empréstimos a juros mais baixos no futuro e com prazos maiores.

Sabe-se que a lógica que norteia a decisão de financiamento da empresa está embasada no custo de capital que cada alternativa apresenta. No mercado americano, onde a maior parte da teoria das finanças corporativas foi desenvolvida e testada, as taxas de juros são relativamente baixas e homogêneas. Além disso, existe certo equilíbrio entre agentes econômicos superavitários e deficitários.

A realidade vivida pelas empresas brasileiras, no entanto, é diferente. Por ser um país em desenvolvimento, o Brasil não conta com um cenário tão estável como os das nações mais desenvolvidas. Vivemos um longo período com altos níveis de inflação e, apesar da recente estabilidade inflacionária, alguns indicadores macroeconômicos ainda são adversos ao crescimento das empresas.

O *spread* bancário brasileiro – diferença entre o custo de captação do dinheiro para as instituições financeiras e o quanto elas cobram para emprestá-lo – está entre os maiores do mundo. Enquanto nas principais economias esse número girou em torno de 3,9% em 2003, a média brasileira foi de 43,9 pontos percentuais ao ano. Ou seja, os bancos brasileiros captaram, no referido período, a uma média de 23,4% e emprestaram a uma média de 67,7% ao ano.

Outro fator importante que diferencia a economia brasileira da dos países desenvolvidos é a baixa relação entre o volume de empréstimos bancários ao setor privado e o Produto Interno Bruto -

PIB. Enquanto no Brasil essa relação ficou em 27,6% em 2002, outras economias superaram com folga os 100%, como é o exemplo do Japão (191,4%) e Portugal (144,1%).

O resumo dessa situação é que os bancos brasileiros emprestam a um juro extremamente alto e o volume é insuficiente. Isso tudo sem considerar a baixa maturidade das operações de crédito. Essas características externas às empresas afetam diferentemente cada organização e cada setor de atividade econômica, não permitindo que se estabeleça um padrão de financiamento homogêneo entre as empresas analisadas.

Uma das razões para o baixo volume de crédito oferecido às empresas pode ser verificada quando se observa a relação inversa nos últimos anos entre o volume de empréstimos concedidos e o spread bancário brasileiro, indicando que as Instituições Financeiras têm focado suas estratégias na margem de lucro e não no giro.

Estudos empíricos posteriores, no sentido de verificar se as estratégias de aplicações dos recursos captados na Bolsa de Valores (pelas empresas aqui listadas) tiveram êxito na geração de valor econômico aos acionistas dessas companhias, complementarão esse trabalho e contribuirão na busca de respostas para os constantes questionamentos da viabilidade econômica que os financistas fazem no momento em que as empresas optam, por exemplo, em abrir capital para pagar dívidas.

BIBLIOGRAFIA

Assaf Neto, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

Carrete, L. S. Estrutura de Capital: **Evidências Empíricas de Período Inflacionário e Período de Estabilização Inflacionária**. *Anais do IV SemeAD Seminários em Administração*. FEA-USP. Outubro, 1999

Com caixa cheio, companhias investem em expansão. **Jornal Valor Econômico**, Caderno B6, 9 abril de 2007.

Durand, D. “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement.” *In Conference on Research in Business Finance*, **National Bureau of Economic Research**. Nova Iorque, pp 215 – 247, 1952

Durand, D. “*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment.*” **American Economic Review**, vol. 49, no 4, pp 639–655. 1959.

Fama, E.; French, K. “*Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt.*” **Review of Financial Studies**, vol. 15, pp 1-33. 2002

Famá R.; Kayo E. K. **Teoria de Agencia e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento**. *Caderno de Pesquisas em Administração*. Vol. 2, No 5. 2º sem, 1997.

Famá, R.; Melher, S. **Estrutura de Capital na América Latina: Existiria uma Correlação com o Lucro das Empresas.** *Anais do IV SemeAD Seminários em Administração.* FEA-USP. Outubro, 1999

Frank, M. Z.; Goyal, V. K. “*Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure.*” **Journal of Financial Economics**, vol. 67, pp 217-248. 2003

Gava, A. M.; Vieira, K. M. Investimento, Lucratividade e Endividamento: **O Que Financiou o Crescimento das Empresas Brasileiras no Período Pós Plano Real?** *Revista Eletrônica de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.* Edição No 35, Vol. 9. Outubro, 2003

Modigliani, F.; Miller, M. “*The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment.*” **The American Economic Review**, vol. 48, no 3, pp 261-297. Junho, 1958.

Myers, S. “*Capital Structure Puzzle.*” **Journal of Finance**, vol. 39, no 3. Julho, 1984.

Soares, K. T. C.; Procianoy, J. L. **O Perfil de Endividamento das Empresas Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo Após o Plano Real.** *Anais do XXIV EnANPAD.* Florianópolis. Setembro, 2000.