

Abertura de capital como fonte de financiamento aos investimentos no Brasil: análise do período de 2004 a 2007

IPO as source of financing of investments in Brazil: analysis of the 2004-2007 period

Resumo

Na teoria econômica, o mercado de capitais é considerado fundamental ao financiamento produtivo de longo prazo e ao crescimento econômico. No Brasil historicamente esse mercado não teve um papel significativo no financiamento das empresas, dadas as limitações ao seu crescimento. No entanto, o aquecimento recente do mercado de capitais no Brasil levanta a necessidade de se analisar a contribuição dos recursos captados para a realização de investimentos. A proposta deste artigo é analisar as aberturas de capital realizadas no período de 2004 a 2007 para identificar a destinação planejada dos recursos captados. A análise é realizada para as empresas não financeiras que realizaram oferta primária e a hipótese que permeia a pesquisa é a de que os recursos captados por essas empresas foram usados predominantemente para a realização de investimentos produtivos. A pesquisa tem caráter exploratório e se baseia em dados secundários divulgados pela CVM e Bovespa.

Palavras-chave: mercado de capitais; estrutura de capital; abertura de capital; Brasil.

Abstract

The capital market is considered as fundamental to finance production in long term and to economic growth. Traditionally in Brazil this market never played a significant role in financing companies, due to the existing limitations to its growth. Nevertheless, the recent acceleration in Brazilian capital market brings the necessity to analyze whether the captured resources contributed into the realization of productive investments. This article intent to analyze the IPO's (Initial Public Offering) occurred between 2004 and 2007, in order to identify the planned allocation to the raised funds. The analysis is performed to the non-financial companies which made primary offer and the hypothesis of the research is that the resources captured by these companies were mainly used to perform productive investments. The research is exploratory and is based on secondary data published by CVM and Bovespa.

Keywords: capital market; capital structure; IPO (Initial Public Offering); Brazil.

*Leide Albergoni**
*Guilherme Blanski Küster***

* Mestre em Política Científica e Tecnológica pela Unicamp. Professora da Universidade Positivo. Curitiba-PR. E-mail: lalbergoni@up.com.br

** Mestrando em Ciências Econômicas pela UFPR. Analista de Logística e Transportes da Exxonmobil BSC Brasil. Curitiba-PR. E-mail: guilhermeblanski@hotmail.com

Introdução

Na discussão sobre o papel do investimento para o crescimento econômico, a análise das fontes de financiamento empresarial tem um papel de destaque. O debate pauta-se na importância do mercado de capitais como provedor de recursos de longo prazo e os menores custos de capital relativos a essa fonte. Sendo assim, teóricos e participantes do mercado de capitais têm discutido sobre a importância do estabelecimento de um forte e estruturado mercado de ações e outras formas de captação de recursos nesse mercado, argumentando sobre os impactos positivos destas medidas para a economia.

Historicamente no Brasil o mercado de capitais nunca predominou como fonte principal de financiamento aos investimentos, devido a fatores como a característica familiar da maioria das empresas nacionais, a regulação tardia no setor, a presença mais significativa de fontes de financiamento da produção via empréstimos estatais, dentre outros. Não obstante, em períodos mais recentes tem-se observado um considerável fortalecimento deste mercado, em especial no período de 2004 a 2007, quando o número de abertura de capital foi recorde. Sendo assim, coloca-se a seguinte questão: qual a contribuição dos recursos captados em aberturas de capital para a realização de investimentos produtivos?

Dentro desse contexto, o presente artigo tem o objetivo de analisar esta recente tendência de crescimento do mercado de capitais brasileiro e identificar a utilização dos recursos captados em abertura de capital para a realização de investimentos produtivos. Delimita-se a análise para o período de 2004 a 2007, pois foram os anos com maior número de abertura de capital e intensa negociação no mercado de capitais. A hipótese que permeia esse trabalho é a de que a

maior parte dos recursos captados via abertura de capital foram usados para a realização de investimentos nas empresas.

O trabalho se divide em três partes, além de introdução e conclusão: primeiro, discute-se o papel do mercado de capitais para o financiamento empresarial, com uma revisão bibliográfica sobre a importância do mercado de capitais para o financiamento e crescimento econômico, as alternativas de financiamento empresarial, a estrutura de capital no Brasil, além de uma breve análise do desenvolvimento recente do mercado de capitais no Brasil; em seguida apresentam-se os procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa; finalmente, na seção 3, analisam-se os dados coletados em fontes secundárias.

1 Mercado de capitais e financiamento empresarial

Esta seção está dividida em quatro partes. Primeiro discute-se o papel do mercado financeiro para o crescimento econômico e investimentos. Em seguida abordam-se as alternativas de financiamento empresarial e a forma como as empresas compõem sua estrutura de capital. A terceira seção discute a estrutura de capital no Brasil. Por último analisa-se a trajetória do mercado de capitais brasileiro na década de 2000 destacando-se as medidas institucionais que contribuíram para seu fortalecimento.

1.1 A importância do mercado financeiro para o crescimento econômico

A disponibilidade de fontes de financiamento e sua relação com o crescimento econômico foi abordada por diversos autores como Keynes,

Schumpeter, Wicksell e Tobin, e continua em pauta em trabalhos acadêmicos atuais. Do ponto de vista neoclássico, o mercado de capitais é formado por dois agentes maximizadores de suas respectivas satisfações intertemporais: os investidores (demandantes de capital) e os poupadores (oferentes de capital). O mercado financeiro é visto puramente como o local de intermediação destes agentes, e a taxa de juros serve como o elemento de estímulo às transações financeiras entre eles (CARDIM DE CARVALHO, 2007).

Nesta concepção, a realização de investimentos exige a existência de uma poupança prévia (ex-ante), o que significa, portanto, que para o crescimento econômico é necessário que se estimule a poupança. Esta perspectiva do mercado financeiro, rotulada como “visão convencional”, tem sido defendida por instituições e agências de desenvolvimento como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, as quais recomendam que os países, sobretudo aqueles em desenvolvimento, pratiquem a liberalização financeira de modo a eliminar a repressão financeira criada por políticas de juros baixos e de crédito seletivo (STUDART, 1993; CASTRO, 2008).

Ligada à visão convencional está a teoria dos fundos emprestáveis desenvolvida pelo neoclássico Knut Wicksell. Nas economias modernas as instituições financeiras que captam depósitos à vista têm o poder para criar meios de pagamento através de uma simples operação contábil. Apesar da maior complexidade agregada ao sistema financeiro com os bancos, Wicksell¹ (1936 *apud* STUDART, 1993), assim como Rogers² (1989 *apud* STUDART, 1993), ratificam a teoria convencional.

¹ WICKSELL, K. **Interests and prices**. New York: Augustus Kelly, 1936.

² ROGERS, C. **Money, interest and capital**. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

Ao mencionar a teoria de Rogers, Studart (1993) afirma que:

A introdução da moeda no esquema neoclássico da teoria dos fundos emprestáveis, portanto, não modifica essencialmente a visão sobre o mercado financeiro enquanto mero intermediador de poupanças. O crédito acima (ou abaixo da “poupança voluntária”) é tratado como um fenômeno de desequilíbrio e/ou ligado a imperfeições na intermediação financeira, tais como estruturas não competitivas ou distribuição ineficiente de informações (STUDART, 1993, p.103).

Em concordância com estas teorias o modelo teórico de desenvolvimento -McKinnon Model (SMM) desenvolvido em 1973 defendia a teoria de crescimento exógeno e a hipótese de mercados financeiros eficientes, ou seja, com ausência de arbitragens. Em relação a este modelo, Hermann³ (2002 *apud* CASTRO, 2008, p.288) afirma que:

O SMM estabelece uma relação direta entre poupança e crescimento econômico. A mais importante diferença (em relação à teoria convencional) é o tratamento conferido à propensão a poupar, que deixa de ser vista como algo estrutural para ser uma variável influenciável através de políticas.

Este modelo aborda também a questão do avanço tecnológico como significativo na promoção do crescimento econômico, e argumenta que o desenvolvimento e desregulamentação dos mercados financeiros aumentam sua competitividade, proporcionam taxas de juros reais mais elevadas e estimulam a poupança. Uma maior disponibilidade de recursos emprestáveis amplia o acesso das empresas a técnicas mais avançadas e eleva a taxa de progresso tecnológico.

A esse respeito, Schumpeter já destacava em 1912 o papel do mercado financeiro como

³ HERMANN, J. **Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990**. 2002. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

provedor de recursos para empreendedores desenvolver e difundir suas inovações. Contudo, Schumpeter se desprende da ideia de poupança prévia e argumenta que os bancos financiam as empresas, criando “poder de compra” a partir de recursos inexistentes (CASTRO, 2008).

Uma visão alternativa à neoclássica é apresentada por Keynes em 1937 na Teoria Geral dos Juros, Moeda e Emprego, bem como em obras seguintes. Keynes traz o conceito da preferência pela liquidez e argumenta que os agentes econômicos demandam moeda não só pelos motivos de transação e precaução, expostos pelos neoclássicos, mas também pelo motivo especulação. Para ele, não é irracional manter ativos monetários para satisfazer as oportunidades especulativas, pois a incerteza sobre as taxas de juros futuras e sua relação com o preço dos títulos torna a retenção de moeda uma atitude coerente e racional.

Também é introduzido o motivo financeiro (*finance motive*) para demanda por moeda, conforme explicado por Cardim de Carvalho (2007):

O motivo financeiro (*finance motive*) refere-se à demanda por moeda antecipada a alguma despesa discricionária planejada, sendo o gasto deste tipo mais vultoso e menos rotineiro – o investimento em bens de capital. Neste caso, saldos monetários são mantidos em antecipação à compra de bens de investimento. Esta demanda pode ser satisfeita pela venda de bens e serviços ou de ativos líquidos por parte do empresário ou com dinheiro tomado emprestado junto aos bancos. O pressuposto é que o investimento planejado (*ex ante*) pode precisar garantir sua *provisão financeira* antes que ocorra o investimento, gerando uma demanda temporária e antecipada de moeda para uma despesa excepcional. Conseqüentemente, a demanda por moeda pelo motivo financeiro resulta – ao nível agregado – da taxa de investimento (CARDIM DE CARVALHO, 2007, p.52-53).

Keynes inverte a causalidade entre poupança, investimento e renda, defendendo que na realidade é o nível de investimento que determina a renda e posteriormente a poupança da economia, pois há

uma equalização entre poupança e investimento ex-post. Para o autor, a elevação dos juros pode ter o efeito contrário do esperado pela visão clássica: ao invés de se estimular a poupança, os juros altos elevam o custo do financiamento dos investimentos empresariais, podendo inviabilizar projetos e retraindo o produto no longo prazo.

O modelo idealizado por Keynes tem a expansão da demanda agregada como fator chave para o crescimento da renda. Com desemprego de recursos, um aumento de demanda causado por um acréscimo na renda faz com que as famílias consumam mais, estimulando o aumento da produção. Em um processo que se propaga para outros setores, as empresas contratam mais trabalhadores, aumentando o nível de renda e estimulando o aumento do consumo. Cria-se assim uma onda de gastos, que alcançará por fim um novo ponto de equilíbrio no lado real da economia com um nível de renda mais elevado (STUDART, 1993).

Este processo é conhecido como o efeito multiplicador keynesiano, responsável pela geração de renda através da expansão da demanda agregada e do investimento. Nesta concepção, a poupança torna-se um subproduto do processo multiplicador, o que significa que o crescimento não exige a existência de poupança prévia, pois há uma equalização entre poupança e investimento ao final deste movimento (STUDART, 1993).

A partir da premissa de que os bancos não são meros intermediários de poupança, mas que criam meios de pagamento por meio do crédito sem a necessidade de uma poupança prévia, o investimento na visão de Keynes é viável graças à existência da alavancagem financeira, como uma fonte alternativa ao autofinanciamento. Chick (1994) explica que:

Na teoria keynesiana, o investimento originava a poupança através da geração de renda: a iniciativa vinha dos empresários e dependia de suas expectativas quanto ao potencial de lucros no longo prazo. Se suas

expectativas estivessem corretas, os investimentos feitos seriam suficientemente rentáveis para pagar os empréstimos tomados para financiá-los: essa é a essência do ato de investir até o ponto em que a eficiência marginal (esperada) do capital investido iguala-se à taxa de juros (CHICK, 1994, p.18-19).

Neste sentido, Keynes também quebra o paradigma do papel dos juros como simples variável fruto do cruzamento entre investimento e poupança, expondo a visão de que os juros são resultado da demanda por moeda do lado dos detentores de renda e da oferta monetária (CHICK, 1994).

A partir dessas concepções, Keynes explica a relação entre o mercado financeiro e crescimento econômico com o Circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*:

- para realizar investimentos, as empresas demandam moeda pelo motivo financeiro (*finance motive*);
- além de meios próprios, as empresas utilizam recursos advindos de emissão de obrigações e da tomada de empréstimos bancários (geração de meios de pagamento via crédito);
- os investimentos realizados criam a “onda de gastos” e o processo multiplicador da renda, a partir do qual a poupança agregada é determinada de acordo com a propensão marginal a poupar;
- a poupança gerada é alocada entre ativos monetários e em títulos no mercado financeiro de acordo com a preferência pela liquidez, e devido à possibilidade das empresas emitirem títulos financeiros de longo prazo (*funding*), elas podem pagar seus empréstimos bancários de curto prazo.

O crescimento econômico, portanto, pode ocorrer sem uma contrapartida inicial de poupança prévia, por meio deste processo de financiamento do investimento. De acordo com Lobo (2005),

para que este processo funcione de forma efetiva é necessária

[...] a existência de fundos que permitam às empresas reembolsar suas dívidas aos bancos credores, a partir da venda de títulos (papéis de longo prazo e/ ou direitos de propriedade), para que possa haver um ajuste temporal adequado à maturação do investimento e sua amortização. Em suma, como condição necessária para o aumento da capacidade de financiamento e para a proteção do sistema financeiro em momentos de crescimento econômico deve existir um arranjo institucional que permita a “transformação do estoque de dívidas herdado do passado em diversas formas de ativos financeiros de longo prazo” (COSTA⁴, 1999 apud LOBO, 2005, p.244).

Há uma convergência entre a teoria dos fundos emprestáveis e a visão keynesiana da preferência pela liquidez na teoria de James Tobin de 1958 e ampliada posteriormente por outros autores. Tobin⁵ (1958 apud CARDIM DE CARVALHO, 2007) traz o conceito da avaliação de risco na alocação de recursos e escolha de portfólio de investimentos. O autor explica que o investidor diversifica sua carteira de ativos de acordo com os retornos dos títulos com seu grau de aversão a riscos, otimizando o portfólio ao seu perfil. Portanto, para se promover crescimento econômico, as políticas monetárias devem reduzir a atratividade do ativo monetário, fazendo com que seu espaço na carteira ótima seja substituído por ativos de capital.

A despeito das divergências conceituais entre as diferentes linhas de pensamento da teoria econômica, pode-se convencionar que a existência de fontes de financiamento da produção é um elemento necessário para promoção do crescimento econômico. A disponibilidade de recursos

⁴ COSTA, Fernando N. *Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista*. São Paulo: Makron, 1999.

⁵ TOBIN, J. Liquidity preference as behavior toward risk. *The Review of Economic Studies*, v.25, n.2, p.65-86, Feb.1958.

financeiros é um fator necessário para que se engendre o processo de geração de renda por intermédio da realização de investimentos empresariais. Destaca-se, nesse caso, o papel das fontes de financiamento de longo prazo.

1.2 Alternativas de financiamento de investimentos empresarial

Estrutura de capital é a composição de endividamento e capital próprio utilizado para o financiamento empresarial. Os tipos de capital podem ser próprio, como lucros retidos e emissão de ações, ou de terceiros, como empréstimos bancários e emissão de títulos (GITMAN⁶, 1997 *apud* SOUSA; MENEZES, 1997).

Os primeiros estudos sobre estrutura de capital foram feitos pelos autores denominados tradicionalistas. Estes dividem o custo total de capital da empresa em custo do capital acionário e custo da dívida e analisam a variação do custo total de acordo com mudanças na composição do capital. Inicialmente, a maior alavancagem financeira reduz o custo total de capital da empresa, pois o pagamento de juros é contabilizado como despesa, reduzindo a base de tributação (FAMÁ; GRAVA, 2000).

Porém, sabendo que quanto maior o risco de insolvência maior o retorno pago aos acionistas, o custo total de capital das empresas passa a se elevar com a crescente proporção de endividamento. A partir disto, a abordagem tradicional defende uma estrutura ótima de capital, que proporciona maior valor à empresa.

A visão de que a estrutura de capital da empresa não interfere em seu valor ou custo de capital tomou força com o teorema de Modigliani-Miller (1958), o qual afirma que o valor de uma firma financiada somente por capital próprio possui o mesmo valor de uma firma alavancada. Para esse modelo, os autores se baseiam nas seguintes suposições: 1) presença de concorrência perfeita no mercado de capitais; 2) graus de risco equivalentes entre as empresas; 3) perfeita informação disponível aos agentes no mercado financeiro; e 4) ausência de impostos sobre os lucros (ALDRIGHI, 2006).

A conclusão para esse teorema, no âmbito macroeconômico, implica que para o crescimento econômico de um país pouco importa se o seu financiamento é baseado no mercado de capitais, crédito bancário ou endividamento externo, quando a hipótese de mercados eficientes é respeitada (CASTRO, 2008).

Como crítica e visão alternativa à tradicional da estrutura ótima de capital e ao teorema de Modigliani-Miller, há a abordagem histórico-institucional, que explica que não há uma estrutura financeira ideal, atemporal e aplicável a todos os países, mas que cada configuração dos mercados financeiros em seu peculiar local e tempo possui seu grau de eficácia. As estruturas financeiras são de difícil comparação entre os países e por isso a eficácia deve ser medida pela sua capacidade em fomentar o crescimento e desenvolvimento econômico em seu local (CASTRO, 2008).

Um aspecto importante a ser destacado é a importância das instituições no mercado: embora de instituições fortes possam trazer estabilidade e funcionalidade ao mercado, elas também podem trazer ineficiências à medida que se não se adaptam às novas circunstâncias conjunturais e se tornam obsoletos neste sentido.

Ao longo da história é possível verificar a presença de "mix" diferentes na estrutura financeira dos países, e ao mesmo tempo taxas

⁶ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.

de crescimento e desenvolvimento econômico satisfatórias. É o caso das diferenças entre a Alemanha e Inglaterra do século XX; enquanto a Alemanha teve seu crescimento com presença de forte intermediação financeira via bancos, os ingleses desenvolveram um forte mercado de capitais (MOREIRA; PUGA, 2000).

Observando as diferentes formas de organização financeira e fomento ao crescimento nos países Castro (2008) cita as três classificações de sistemas financeiros criadas por Zysman⁷ (1983 *apud* CASTRO, 2008, p.292):

O primeiro se baseia em mercados de capital, com preços refletindo alocações de livre mercado; o segundo se baseia em crédito, com preços administrados pelo governo; e, finalmente, instituições financeiras privadas dominam o terceiro (sistema com base em crédito bancário privado).

Cardim de Carvalho (2007) corrobora essa visão ao destacar as diferenças entre o sistema financeiro norte americano (baseado em financiamento direto, ou desintermediado) e o japonês e alemão (baseado em crédito, ou intermediado), salientando que os três países conseguem prover recursos de longo prazo para suas empresas, não obstante as diferenças em seus arranjos institucionais.

Outra visão crítica foi a vasta análise feita ao longo dos anos por Stiglitz, o qual concluiu de seus estudos empíricos que a aplicação do teorema e a consequente visão de neutralidade da política financeira da empresa sobre seu valor

[...] depende de condições muito restritivas, entre as quais caberiam destacar: a probabilidade nula de falência, igual acesso dos investidores a informações sobre os retornos da empresa, a neutralidade da política financeira das empresas sobre os incentivos e a propensão ao risco de seus diretores, e expectativas sobre o valor da empresa independentes da política financeira (ALDRIGHI, 2006, p.7).

A teoria da *pecking order* desenvolvida por Myers⁸ (1984 *apud* BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2004) explica que as empresas seguem uma hierarquia de opções preferenciais para o financiamento dos investimentos: as empresas escolhem primeiro o autofinanciamento, seguido do endividamento ou financiamento via crédito e, em último lugar a opção por emissão de ações, para evitar sinalização negativa no mercado.

As empresas mais lucrativas, de acordo com esta teoria, recorrem menos aos empréstimos, e as menos lucrativas, por não terem disponíveis fundos internos suficientes para custearem seus investimentos, buscam primeiramente o endividamento como fonte de financiamento externo (DIAS, 2007).

De acordo com Cherobim (2008), devido à assimetria de informação

[...] gestores da empresa sabem mais sobre seus projetos, seus riscos e sua valorização do que o investidor externo. Além de o custo do endividamento ser menor, é dispendioso e arriscado convencer acionistas sobre as boas perspectivas de retorno dos projetos da empresa; em função disso, eles deveriam comprar as ações das empresas a preço justo. É mais interessante reaplicar os lucros da empresa nos novos projetos do que fazer novas captações junto a acionistas. A divulgação é trabalhosa e tem custos, além de municiar a concorrência com informações sobre produtos a serem lançados, sobre novas tecnologias e sobre detalhes do planejamento (CHEROBIM, 2008, p.49-50).

No entanto, a principal característica da emissão de ações no mercado de capitais não são os custos e sim o prazo do financiamento e a flexibilidade da remuneração do capital. Como a remuneração dos acionistas depende do resul-

⁷ ZYSMAN, J. **Governments, markets, and growth financial systems and the politics of industrial change**. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 1983.

⁸ MYERS, S.C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v.39, n.3, Jul. 1984.

tado da empresa, não existe um compromisso fixo como a amortização de dívida mobilizando recursos que poderiam ser usados em projetos de expansão da empresa. Além disso, não há prazo de vencimento da obrigação, tendo em vista que o acionista é sócio da firma.

Assim, a decisão de abrir capital ou utilizar empréstimos inclui não apenas a análise do custo de capital, como também a existência de obrigações fixas e o prazo de vencimento de tal obrigação. De acordo com Casagrande Neto (2000), a composição da estrutura de capital é definida pela ponderação de fatores como:

- custo e disponibilidade de capital próprio e de terceiros;
- grau de risco aceito pelo empresário;
- importância dos investimentos planejados;
- índices comparativos setoriais.

A abertura deve levar em conta a análise tanto destes fatores técnicos - como os custos, análises de viabilidade, taxas de retorno do investimento – quanto dos subjetivos, tais como aceitação de novos acionistas, disposição para prestação de contas e incorrência de riscos. Assim, na visão de Casagrande Neto (2000) as principais razões para a abertura de capital seriam:

- a) captação de recursos para investimentos: abertura de um canal permanente para obtenção de recursos;
- b) reestruturação de passivos: forma de reposição de passivos através dos recursos obtidos via mercado no lugar de passivos de perfil inadequado;
- c) aprimoramento da imagem institucional: conquista de maior credibilidade para com seus *stakeholders* e maior poder de negociação no mercado;
- d) criação de liquidez patrimonial: maior mobilidade de negociação do patrimônio

dos acionistas assim como crescimento de investidores potenciais;

- e) reestruturação societária: capacidade de fazer arranjos societários como processos sucessórios mais facilmente, através de novas emissões de ações;
- f) profissionalização da empresa: alteração na cultura da administração, por haver a necessidade de transparência na relação com investidores
- g) mudança no relacionamento com funcionários: maior participação dos funcionários na empresa quando estes passam a obter ações da mesma.

Em contrapartida às vantagens já mencionadas, surgem novas obrigações e custos relativos às companhias abertas. Torna-se obrigatória a divulgação de informações econômico-financeiras, passa a existir uma auditoria externa e requer-se o estabelecimento de um setor de Relações com Investidores (RI). Também deve ser constituído um Conselho de Administração e Conselho Fiscal, além de se cobrar profissionalismo do corpo dirigente da empresa e transparência junto aos investidores, bem como os adicionais custos legais e administrativos e a necessidade de distribuição de resultados aos novos acionistas (CASAGRANDE NETO, 2000).

1.3 A estrutura de capital no Brasil

Até a década de 1970, a maioria do investimento no país adveio da intervenção estatal e do endividamento externo, devido à baixa capacidade de investimentos do capital privado nacional. Quando realizados, os investimentos privados eram viabilizados por subsídios governamentais ou financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES (BRESSER PEREIRA, 1987).

O mercado de capitais brasileiro somente se tornou mais organizado a partir de 1964 com o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), do qual um dos efeitos positivos foi a reforma do mercado de capitais, cujo objetivo é explicado por Macarini (2008, p.154):

A reforma do mercado de capitais (Lei nº4. 728, de 1965) buscou atacar aquele conjunto de problemas – modernizando as Bolsas, extinguindo o monopólio dos corretores públicos etc. – e criar um sistema de distribuição de valores mobiliários, composto de corretoras e distribuidoras (com atuação no “varejo”) e dos bancos de investimento (dotados da atribuição de agentes “atacadistas” do mercado)“.

Após esta regulamentação do mercado de capitais, o movimento no mercado acionário experimentou uma significativa expansão. O auge ocorreu em 1971 quando se quadruplicou o volume de transações nas bolsas brasileiras, gerando uma grande bolha especulativa no período, precedida de um posterior desaquecimento continuado no mercado acionário que perdurou pela década de 1980 (MACARINI, 2008).

Mesmo após a estruturação do mercado de capitais brasileiro, o padrão de financiamento das empresas brasileiras ainda é mais voltado ao autofinanciamento e ao crédito do que ao mercado. Esta tendência pode ser explicada devido ao porte reduzido e caráter familiar da maioria das empresas brasileiras (MACARINI, 2008).

Conforme explica a abordagem histórico-institucional referente às teorias de estrutura de capital, cada país possui suas peculiaridades que dificultam a avaliação de uma melhor estrutura financeira para o desenvolvimento econômico. Algumas das particularidades do Brasil são as taxas de juros heterogêneas às internacionais, a presença de controles artificiais de mercado e

níveis de inflação relevantes (ASSAF NETO⁹, 2003 *apud* BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2004).

Alguns estudos empíricos já foram realizados sobre a estrutura de capital no Brasil. Brito, Corrar e Batistella (2004) analisaram uma amostra de empresas, abrangendo o período de 1998 a 2002, e concluíram que o endividamento médio das empresas brasileiras era de 52,8%, com dívidas de curto prazo na proporção de 30,2% e de longo prazo em 22,6%. Os autores evidenciaram a tendência de restrição de recursos de longo prazo no país. Neste trabalho, porém, não se verificou uma tendência ao comportamento explicado pela teoria de *pecking order*.

O mesmo estudo verificou que quanto maior o risco de uma empresa, maior seu grau de endividamento. Também se confirmou a evidência empírica de que no Brasil as grandes empresas têm mais facilidade em captar recursos de longo prazo do que as menores.

Schnorrenberger (2004) estudou a influência da estrutura de controle acionário nas decisões de estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa de 1995 a 2000 e concluiu que as empresas de maior concentração acionária têm tendência a se endividarem menos e a evitarem riscos. Observou também que as empresas que retêm maiores lucros utilizam em maior proporção recursos próprios para a realização de investimentos.

Outros estudos sobre estrutura de capital no Brasil foram realizados. Matsuo, Rochman e Eid Junior (2008, p.87-88) apontam que no período de 1988 a 2005 foram publicados 96 trabalhos sobre o assunto em eventos e periódicos nacionais e internacionais. Após uma detalhada revisão de tais trabalhos, os autores resumem que:

⁹ ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

- as empresas preferem financiamento pelos lucros retidos, dívida e capital próprio, seguindo a *pecking order*. Contudo, as escolhas são bastante limitadas devido às restrições do mercado de capitais e, conseqüentemente, o seu crescimento;
- lucros retidos são a principal fonte de financiamento, mais do que 50% do total, seguido pela dívida e capital próprio;
- mesmo na ausência de mercados secundários, a importância das debêntures vem aumentando. Razão para o sucesso são as sofisticadas restrições e garantias para ambos: empresas e investidores;
- exposição aos mercados externos por meio de ADRs reduz a assimetria de informação, reduzindo a volatilidade, e retornos anormais negativos.

Os autores ainda comentam que alguns estudos indicam que a opção por alavancagem ocorre quando há restrições financeiras em dívida e capital próprio. “Este caso tem sido muito comum no Brasil e explica o volume de lucros retidos das empresas” (MATSUO; ROCHMAN; EID JUNIOR, 2008, p.88).

O estudo das estruturas de capital apresentadas no Brasil ainda é campo fértil para pesquisa, devido ao caráter dinâmico do mercado e às possíveis alterações no padrão de financiamento ao longo do tempo. Diversas pesquisas já foram realizadas sobre o assunto e, de maneira geral, observa-se que o financiamento via mercado de capitais ainda perde para o endividamento e para o autofinanciamento, tendo, portanto, muito espaço ainda a ser conquistado na participação da estrutura de capital.

1.4 O desenvolvimento do mercado de capitais do Brasil na década de 2000

Conforme observado na seção anterior, o mercado de capitais brasileiro nunca desempenhou um papel significativo no financiamento produtivo e desde a bolha especulativa do início da década de 1970 mergulhou em um período de fraca atividade que perfurou até a década de 1990, quando houve uma breve recuperação.

A respeito dessa recuperação observada a partir do início dos anos 1990, um estudo do comportamento do mercado de capitais brasileiro do período contido na publicação da Bovespa “Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro”, traz a seguinte conclusão:

O mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado acionário, passou por uma fase de aparente florescimento nos anos 90. Neste período observamos grande aumento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias. Este crescimento é fortemente influenciado pela entrada expressiva de capitais estrangeiros (BOVESPA, 2000, p.47).

As mudanças da década de 1990, como a abertura comercial e financeira e o controle da inflação colaboraram para reavivar o mercado de capitais nacional, mas outras medidas macroeconômicas e institucionais faziam-se necessárias para fortalecer o mercado.

Após um período de sucessivas perdas de expressão do mercado de capitais nacional em virtude das crises asiática e russa ocorridas em 1997 e 1998, seguidas da crise cambial no país em 1999, a crise argentina de 2001 e outros eventos como os ataques terroristas aos Estados Unidos, o mercado de capitais brasileiro encolheu consideravelmente. Medidas governamentais de tributação das aplicações de capital também reforçaram este movimento negativo.

A partir disto a Bovespa liderou a chamada “Ação Cívica pelo Fortalecimento do Mercado de Capitais” que tinha a participação de outras

45 entidades, entre elas a FEBRABAN (Federação Brasileira das Associações de Bancos), a ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), a FIESP (Federação das Indústrias do Estado de São Paulo) e o IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais). Nesse movimento foram lançadas diretrizes e ações voltadas ao fortalecimento do mercado de capitais, as quais incluíam a política macroeconômica, ações para empresas, investidores, agentes de mercado, além de medidas de regulação, mobilização e divulgação do mercado de capitais (BOVESPA, 2005).

Foi então elaborado o Plano Diretor do Mercado de Capitais com o objetivo de criar condições de isonomia competitiva em relação às práticas internacionais e condições de eficiências. As diretrizes e ações do Plano focavam o mercado de capitais como fonte de liquidez e recursos para empresas e como melhor alternativa de investimento para investidores, bem como a regulação para preservar a credibilidade e promover o desenvolvimento de instituições, mercados e produtos.

O Plano foi dividido em 12 diretrizes e 50 ações específicas, com o intuito de sobrepujar os obstáculos observados e promover o desenvolvimento do mercado de capitais. Em resumo, as diretrizes podem ser organizadas da seguinte forma:

- estímulo à oferta de recursos: implementação de fundos de pensão aos servidores públicos, difusão do mercado a maior parcela da população, avanço nas medidas de proteção ao investidor, adoção de critérios de tributação condizentes com as práticas internacionais;
- estímulo à demanda: promoção do acesso ao mercado; redução do custo de capital;
- macroeconômicos/Institucionais: incorporação do desenvolvimento do mercado nos planos governamentais, substituição do governo pelo mercado na alocação de

recursos, ajuste fiscal de longo prazo e redução da vulnerabilidade externa para reduzir taxa de juros básica, ampliação da regulação dos participantes do mercado.

Na introdução do Plano Diretor em 2002, foram lançadas 50 medidas específicas, as quais exigiam ações tanto das empresas quanto dos investidores e governo. Devido ao comprometimento das entidades envolvidas e do constante acompanhamento do progresso na implementação do Plano, diversas medidas já foram efetivamente cumpridas, dentre as quais destacam-se (IBMEC, 2008):

- adoção de normas de governança corporativa, transparência e cumprimento de regras;
- reformulação da lei que regulamenta a recuperação judicial, extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária;
- criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC em 2005 com fins de trazer convergência internacional das normas contábeis e centralização na emissão de normas, e a determinação do Banco Central de que os Bancos publiquem suas demonstrações no padrão internacional (IFRS) até 2010;
- regulamentação e incentivo à atuação de fundos de private equity e venture capital por meio da Instrução CVM nº 209/94 e 391/03;
- estímulo ao investimento estrangeiro nas bolsas brasileiras por meio de projetos como o Projeto BEST Brazil;
- implementação de um critério de tributação do mercado de capitais em harmonia com as práticas internacionais através da extinção da CPFM (Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos de Natureza Financeira) em 2007 e da possibilidade de adesão

a regimes de tributação regressiva do imposto de renda na fonte de rendimentos advindos de planos previdenciários de longo prazo (Lei 11053/04).

A partir de 2004, como resultado das primeiras ações, mas também acompanhando a trajetória internacional, o mercado de capitais brasileiro apresentou um crescimento significativo, indicando um fortalecimento do setor. O bom desempenho é percebido em dados como o crescimento significativo do volume de negócios realizados, o desempenho do Índice Bovespa, o nível de capitalização das empresas e outros indicadores.

O número de empresas listadas em bolsa apresentou crescimento de 3,4% em 2006 e 13,7% em 2007, passando de 381 empresas em 2005 para o número de 394 em 2006 e 448 em 2007. O número de empresas que abriram capital também cresceu consideravelmente no período de 2004 a 2007, conforme os dados abaixo:

TABELA 01 - BOVESPA: NÚMERO DE ABERTURAS DE CAPITAL (2004-2007)

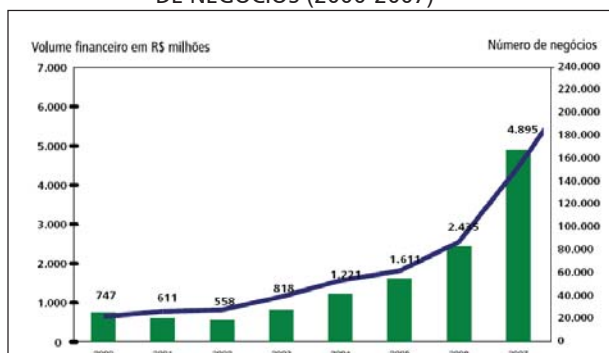
Ano	2004	2005	2006	2007
Número de IPO	7	9	26	64

FONTE: Bovespa (2008)

O índice Ibovespa passou dos 11.268 pontos ao final de 2002 para 63.886 pontos em 2007, um crescimento de 466,97%. Entre 2004 e 2007 a maioria dos demais índices da BM&FBOVESPA cresceu anualmente, com destaque para o IBrX-50, que avalia o desempenho das 50 ações mais negociadas na Bovespa em termos de liquidez; e o IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, cujo crescimento foi de 167,19% no período (BOVESPA, 2008).

O gráfico 01 ilustra a evolução do mercado, apresentando o volume financeiro total e o número de negócios efetuados na Bovespa no período de 2000 a 2007, apresentados no gráfico 01:

GRÁFICO 01 - BOVESPA: VOLUME FINANCEIRO X NÚMERO DE NEGÓCIOS (2000-2007)



FONTE: Bovespa (2008)

O volume médio diário negociado cresceu de R\$746,7 milhões em 2000 para R\$ 4,9 bilhões no fim de 2007, mantendo a trajetória ascendente ao longo de 2008 até o mês de maio, no qual o volume médio diário chegou a R\$ 7 bilhões.

Houve também um grande fluxo de capital estrangeiro para as bolsas brasileiras na negociação direta de ações na Bovespa e em aquisições realizadas nas ofertas públicas de ações (IPOs). De acordo com dados da Bovespa, a participação dos investidores estrangeiros no volume financeiro total negociado passou de 29,1% em janeiro de 2002 para 37,98% em dezembro de 2007. Em termos absolutos, o ingresso de capital estrangeiro aumentou de R\$ 5,4 bilhões em janeiro de 2002 para R\$ 75,5 bilhões em dezembro de 2007, evidenciando a grande expansão do mercado no período.

O conjunto de informações recentes do mercado de capitais brasileiro mostra que a atividade econômica do setor tem crescido consideravelmente nos últimos anos. Esta expansão torna apropriada a análise da destinação dos recursos captados para verificar sua contribuição para os investimentos produtivos.

2 Metodologia

A pesquisa é de caráter exploratório baseada em dados secundários. Os dados foram obtidos nas seções referentes às empresas listadas disponíveis no site da Bovespa, e nos prospectos de abertura de capital das empresas selecionadas registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A princípio, o universo de análise constituía-se em 106 empresas que abriram o capital no período de 2004 a 2007. No entanto, para maior homogeneidade de características e utilização dos recursos, esse universo foi delimitado a partir dos seguintes critérios:

- foram excluídas empresas do segmento de listagem Brazilian Depositary Receipts (BDR), referente a empresas estrangeiras que ofertam valores mobiliários no mercado nacional. O critério para exclusão é o de que os recursos captados seriam usados no país de origem e não no Brasil;
- excluiu-se as empresas cuja natureza da oferta era secundária ou mista, mantendo-se apenas as ofertas primárias. Na distribuição primária, ofertam-se novas ações ao mercado e os recursos advindos da venda são dirigidos às empresas. Já na distribui-

ção secundária, as ações ofertadas são de propriedade de sócios e os recursos destinados somente aos mesmos. A distribuição mista tem os dois propósitos, mas entraria na análise também a destinação de recursos para remuneração dos sócios. Portanto, para os fins de análise dos impactos da abertura de capital no setor produtivo, a distribuição primária é de maior relevância;

- por fim, foram retiradas as empresas classificadas como “Instituições Financeiras” com o objetivo de manter somente as empresas cujos recursos teriam a possibilidade de ser empregados exclusivamente no âmbito produtivo.

Sendo assim, a população constituía-se em empresas nacionais não financeiras que abriram capital no período de 2004 a 2007, com oferta primária e nos segmentos de governança corporativa Novo Mercado, pois nenhuma das empresas selecionadas estava em outro segmento de listagem. A aplicação do filtro totalizou 25 empresas. Como a definição de uma amostragem probabilística totalizaria 24 empresas, decidiu-se utilizar todos os elementos da população para melhorar o nível de confiança da pesquisa.

As empresas selecionadas para análise são apresentadas no quadro 01.

QUADRO 01 - IPOS DE NATUREZA PRIMÁRIA DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS (2004-2007)

Continua

NOME DA EMPRESA	NOME NO PREGÃO	ANO DE ABERTURA	SEGMENTO DE LISTAGEM
MPX Energia S/A	MPX ENERGIA	2007	Novo Mercado
Helbor Empreendimentos S.A.	HELBOR	2007	Novo Mercado
Marisa S.A.	MARISA	2007	Novo Mercado
Construtora Tenda S/A	TENDA	2007	Novo Mercado
Trisul S/A	TRISUL	2007	Novo Mercado
General Shopping Brasil S/A	GENERALSHOPP	2007	Novo Mercado
Companhia Providencia Ind. e Comercio	PROVIDENCIA	2007	Novo Mercado
Açúcar Guarani S/A	GUARANI	2007	Novo Mercado
Invest Tur Brasil Des. Imob e Turístico	INVESTITUR	2007	Novo Mercado

QUADRO 01 - IPOS DE NATUREZA PRIMÁRIA DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS (2004-2007)

Conclusão

NOME DA EMPRESA	NOME NO PREGÃO	ANO DE ABERTURA	SEGMENTO DE LISTAGEM
EZ TEC Empreendimentos e Participações S.A.	EZTEC	2007	Novo Mercado
Inpar S/A	INPAR S/A	2007	Novo Mercado
CR2 Empreendimentos Imobiliários S/A	CR2	2007	Novo Mercado
JHSF Participações S.A.	JHSF PART	2007	Novo Mercado
BR Malls Participações S/A	BR MALLS PAR	2007	Novo Mercado
Even Construtora e Incorporadora S.A.	EVEN	2007	Novo Mercado
GVT (Holding) S.A.	GVT HOLDING	2007	Novo Mercado
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A	IGUATEMI	2007	Novo Mercado
Rodobens Negócios Imobiliários SA	RODOBENSIMOB	2007	Novo Mercado
Brasil Ecod Ind Com Biocomb Oleos Veg SA	ECODIESEL	2006	Novo Mercado
Abyara Planejamento Imobiliário S.A	ABYARA	2006	Novo Mercado
MMX Mineração E Metálicos S/A	MMX MINER	2006	Novo Mercado
BrasilAgro Cia Bras Propriedades Agricol	BRASILAGRO	2006	Novo Mercado
Cia. de Saneamento de Minas Gerais	COPASA	2006	Novo Mercado
Cosan S.A. Indústria e Comércio	COSAN	2005	Novo Mercado
Renar Maças S/A	RENAR	2005	Novo Mercado

FONTE: Bovespa (2008)

Para identificar a destinação dos recursos das empresas, a pesquisa se baseou na análise dos prospectos definitivos de distribuição pública de ações de cada empresa disponível na CVM. Foram extraídos os seguintes dados: nome da empresa; data do prospecto definitivo; valor total da oferta; valor total da oferta descontadas as diversas comissões; valor líquido deduzidos os demais custos da oferta; capital social antes da abertura e informações dos planos para destinação dos recursos. Em que pese a existência de uma estrutura única e consolidada dos prospectos definitivos de distribuição pública de ações, na coleta dos dados selecionados para análise, observou-se a possibilidade de melhoria na padronização das informações fornecidas pelas empresas para cada item do prospecto.

A análise foi realizada individualmente por empresa e os dados mais relevantes foram agregados para a elaboração de gráficos e tabelas com o objetivo de comparar o comportamento das empresas para verificação de um possível padrão na proporção de realização de investimentos em relação ao capital adquirido.

A pesquisa se limita a fazer uma análise de caráter subjetivo dos dados levantados com o objetivo de identificar a parcela de recursos captados destinados aos investimentos.

3 Análise dos dados

Ao se analisar as aberturas de capital na Bovespa no período de 2004 a 2007, verifica-se que 71% das empresas optaram pelo segmento de listagem Novo Mercado, indicando a tendência de adesão a altos níveis de governança corporativa pelas novas participantes do mercado acionário. Em volume, o segmento Novo Mercado representou 77% do total captado. O número de empresas que abriram capital no Novo Mercado e no Nível 2, os mais altos níveis de governança corporativa, representa 86% do total de empresas. Na tabela 02 pode-se observar os dados referentes ao segmento de listagem:

TABELA 02 - NÚMERO DE ABERTURAS POR SEGMENTO DE LISTAGEM E NATUREZA DA OFERTA (2004-2007)

Segmento de Listagem	Nº de Empresas	%	Volume (R\$ milhões)	%	Nº de investidores	%
BDR	8	7,55%	4.231,00	5,23%	40.965	3,34%
Nível 1	8	7,55%	4.992,00	6,17%	74.621	6,08%
Nível 2	15	14,15%	9.428,00	11,65%	144.791	11,79%
Novo Mercado	75	70,75%	62.310,00	76,96%	967.767	78,80%
TOTAL	106	100,00%	80.961,00	100,00%	1.228.144	100,00%

FONTE: Bovespa (2008)

Percebe-se que as aberturas de natureza primária foram realizadas por 31% das empresas, mas o volume de recursos captados representa aproximadamente 25% do total.

A tabela abaixo apresenta os dados de abertura, bem como a relação entre a captação efetiva e o capital social antes do IPO das 25 empresas da amostra.

TABELA 03 - OFERTA INICIAL X VOLUME CAPTADO X CAPITAL SOCIAL ANTES DO IPO

Continua

EMPRESA (NOME NO PREGÃO)	VALOR DA OFERTA INICIAL (R\$ milhões)	VOLUME EFETIVAMENTE CAPTADO (R\$ milhões)	CAPTADO/ OFERTA INICIAL (%)	CAPITAL SOCIAL ANTES DO IPO (R\$ milhões)	CAPTAÇÃO EFETIVA/ CAPITAL SOCIAL (%)
MPX ENERGIA	1.916,36	2.035,00	106,19	10,58	19.233,63
MMX MINER	1.029,01	1.119,00	108,75	23,62	4.737,58
GVT HOLDING	936,00	1.076,00	114,96	1.220,71	88,15
INVESTTUR	840,00	945,00	112,50	0,10	935.643,56
COSAN	770,23	886,00	115,03	300,00	295,33
COPASA	723,08	813,00	112,44	1.818,78	44,70
INPAR S/A	661,50	756,00	114,29	29,92	2.527,14
GUARANI	665,76	666,00	100,04	344,99	193,05
BR MALLS PAR	605,28	657,00	108,55	517,72	126,90
TENDA	603,00	603,00	100,00	89,70	672,24
BRASILAGRO	518,40	583,00	112,46	1,02	56.933,59
IGUATEMI	477,11	549,00	115,07	216,00	254,17
EZTEC	471,43	542,00	114,97	181,92	297,93
MARISA	440,00	506,00	115,00	44,63	1.133,65
PROVIDÊNCIA	468,75	469,00	100,05	419,77	111,73
EVEN	400,00	460,00	115,00	99,67	461,54
RODOBENSIMOB	390,00	449,00	115,13	63,94	702,24
JHSF PART	376,00	432,00	114,89	69,33	623,07
ECODIESEL	378,93	379,00	100,02	10,02	3.780,62
TRISUL	318,84	330,00	103,50	107,69	306,45
CR2	307,58	308,00	100,14	61,86	497,92
GENERALSHOPP	273,00	287,00	105,13	31,08	923,28
HELBOR	232,46	252,00	108,41	89,11	282,80
ABYARA	163,75	164,00	100,15	1,30	12.615,38

TABELA 03 - OFERTA INICIAL X VOLUME CAPTADO X CAPITAL SOCIAL ANTES DO IPO

Conclusão

EMPRESA (NOME NO PREGÃO)	VALOR DA OFERTA INICIAL (R\$ milhões)	VOLUME EFETIVAMENTE CAPTADO (R\$ milhões)	CAPTADO/ OFERTA INICIAL (%)	CAPITAL SOCIAL ANTES DO IPO (R\$ milhões)	CAPTAÇÃO EFETIVA/ CAPITAL SOCIAL (%)
RENAR	16,00	16,00	100,00	26,40	60,61
TOTAL	13.982,47	15.282,00	109,29	5.779,87	264,40
MÉDIA	559,30	611,28	108,51	231,19	264,40

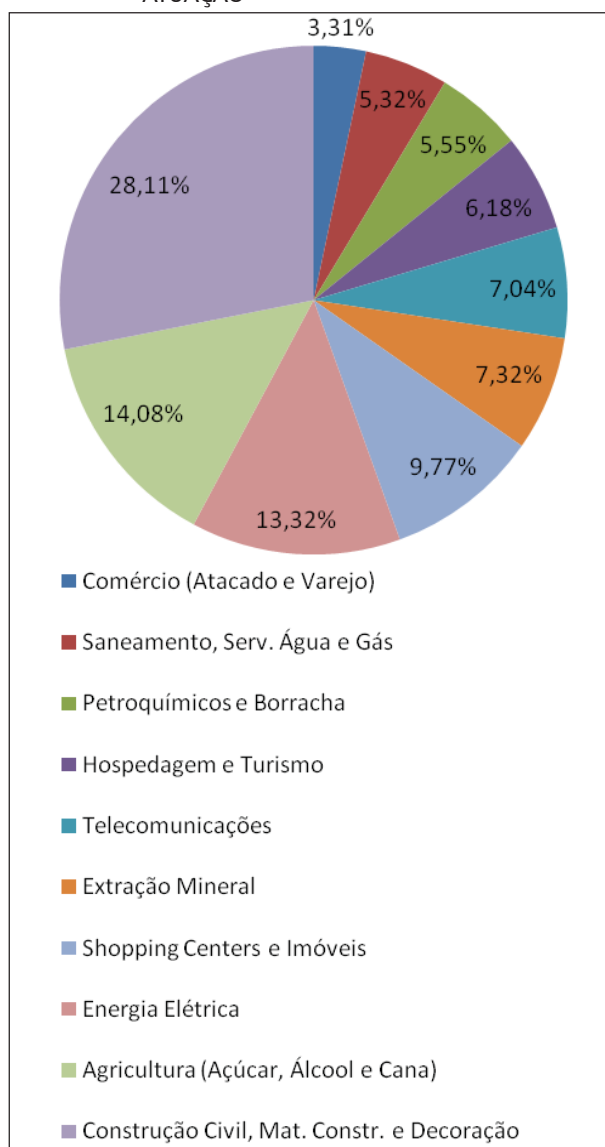
FONTE: Adaptado de CVM (2008)

O volume captado pelas empresas analisadas representa 17,3% do total levantado no período, apresentado na tabela 02. O total de recursos brutos ofertados inicialmente pelas 25 empresas da amostra foi de quase R\$14 bilhões, porém o total efetivamente captado foi 9,29% maior (pouco mais de R\$ 15 bilhões) devido à possibilidade de emissão de ações adicionais na proporção de até 15% do total das ações inicialmente ofertadas. Observou-se que todas as empresas da amostra tiveram suas ações absorvidas pelo mercado integralmente ou acima do valor ofertado inicial, o que seria explicado pela adesão de 24 das 25 empresas ao regime de colocação de garantia firme, a qual obriga a instituição coordenadora da oferta a adquirir eventuais ações não vendidas no mercado.

O grau de diluição da composição societária das empresas após a abertura foi comparado pela proporção do valor da oferta em relação ao capital social antes do IPO, e observou-se que 22 empresas realizaram ofertas primárias em valores acima do capital social prévio à abertura, mostrando tendência à considerável diluição da composição societária a partir da abertura de capital. Os destaques são Investtur, Brasilagro, MPX e Abyara, cujo volume captado foi mais de 100 vezes maior do que o capital social.

O gráfico 02 apresenta a distribuição de recursos de acordo com o setor de atividade econômica.

GRÁFICO 02 - RECURSOS EFETIVAMENTE CAPTADOS PELAS EMPRESAS DA AMOSTRA POR SETOR DE ATUAÇÃO



FONTE: Adaptado de CVM (2008)

O setor de construção civil, composto por 10 empresas, representou 28% do total, seguido do setor agrícola. Outros setores expressivos são o energético e o setor de administração e participação em *shoppings centers* e imóveis, que correspondem, respectivamente, a 13% e aproximadamente 10% do total de recursos.

Quanto à destinação dos recursos, as informações existentes nos prospectos foram divididas nas 5 categorias a seguir:

- a) alongamento do perfil de endividamento ou redução de passivo;
- b) capital de giro ou financiamento a clientes;
- c) investimentos produtivos (implantação de projetos, investimentos em imobilizado, infraestrutura);
- d) investimento ou aquisição de participações societárias;
- e) reestruturação, modernização e recuperação empresarial.

Na primeira categoria foram classificadas destinações para redução de recursos de terceiros, financiamento de aquisições feitas, assim como pagamento de obrigações com sócios, com destinações em 13 empresas da amostra, cujos valores identificados representavam 11,4% do total.

Na classificação "capital de giro ou financiamento a clientes" foram listadas 16 empresas, sendo que destas 3 não explicitaram valores exatos a serem empregados (MMX Mineração e Metálicos S.A., MPX Energia S.A. e INPAR S.A). Os volumes identificados mostram que o valor destinado a esse fim representa quase 7% do total levantado.

A classificação de "investimentos produtivos" abrange investimentos em capacidade instalada, projetos como de incorporação e construção, expansão de redes de venda, aquisição de terrenos e equipamentos, entre outros. A proporção de recursos com destinação identificada como investimentos produtivos seria cerca de 40% em relação ao total de empresas da amostra. A tabela a seguir apresenta os valores aproximados coletados do prospecto destinado a investimentos produtivos:

TABELA 04 - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS - "INVESTIMENTOS PRODUTIVOS"

continua

EMPRESA	VALOR DA OFERTA (R\$)	%	ESTIMATIVA PARA INVESTIMENTO PRODUTIVO (R\$)
RENAR	16.000.000,00	17,33%	2.773.333,33
PROVIDÊNCIA	468.750.000,00	25,00%	117.187.500,00
BR MALLS PAR	605.278.845,00	30,00%	181.583.653,50
TRISUL	318.835.000,00	35,00%	111.592.250,00
ECODIESEL	378.932.220,00	37,00%	140.204.921,40
EZTEC	471.431.147,00	37,50%	176.786.680,13
GUARANI	665.758.062,00	40,00%	266.303.224,80
GENERAL SHOPP	273.000.000,00	40,00%	109.200.000,00
MARISA	440.000.000,00	41,00%	180.400.000,00
IGUATEMI	477.110.820,00	45,00%	214.699.869,00
GVT HOLDING	936.000.000,00	46,65%	436.644.000,00
HELBOR	232.458.919,00	73,00%	169.695.010,87
RODOBENS IMOB	390.000.000,00	80,00%	312.000.000,00
ABYARA	163.750.000,00	80,53%	131.867.875,00
TENDA	603.000.000,00	82,00%	494.460.000,00
EVEN	400.000.003,50	85,00%	340.000.002,98

TABELA 04 - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS - "INVESTIMENTOS PRODUTIVOS"

conclusão

EMPRESA	VALOR DA OFERTA (R\$)	%	ESTIMATIVA PARA INVESTIMENTO PRODUTIVO (R\$)
INVESTTUR	840.000.000,00	88,60%	744.240.000,00
COPASA	723.076.928,50	90,00%	650.769.235,65
CR2	307.575.000,00	100,00%	307.575.000,00
BRASILAGRO	518.400.000,00	100,00%	518.400.000,00
JHSF PART	376.000.000,00	< 38,20%	< 143.632.000,00
INPAR S/A	661.500.000,00	< 80%	< 529.200.000,00
COSAN	770.232.480,00	< 88,19%	< 679.268.024,11
MMX MINER	1.029.010.850,00	N/A	N/A
MPX ENERGIA	1.916.364.816,09	N/A	N/A
Subtotal 1- excluindo JHSF, INPAR, COSAN, MMX e MPX	9.229.356.945,00	60,75%	5.606.382.556,65
Subtotal 2 – excluindo MMX e MPX	9.229.356.945,00	63,00%	6.958.482.580,76

FONTE: Adaptado de CVM (2008)

O subtotal 1 abrange as empresas cujas informações do prospecto eram mais claras e mostra que o total destinado a investimentos produtivos representava quase 61% do volume captado por essas empresas. O subtotal 2 inclui a estimativa das outras 3 outras companhias cujas informações não estavam suficientemente explícitas no prospecto, mas que continham indicações de proporção de alocação em investimento produtivo. Nesse caso, percebe-se que o percentual destinado a investimentos produtivos das empresas analisadas representaria 63% do total captado por elas. Na comparação com o total captado por todas as empresas da amostra, o subtotal 2 representaria 50% das destinações de recursos.

A exclusão das companhias MMX e MPX prejudica uma análise mais precisa, mas é importante lembrar que tais empresas eram recém-criadas na época da abertura de capital e, portanto, possivelmente pretendiam usar seus recursos em capital de giro e investimentos em projetos do setor energético e minerador. Nesse caso, o percentual de recursos dessas empresas destinado a investimentos produtivos seria, potencialmente, elevado.

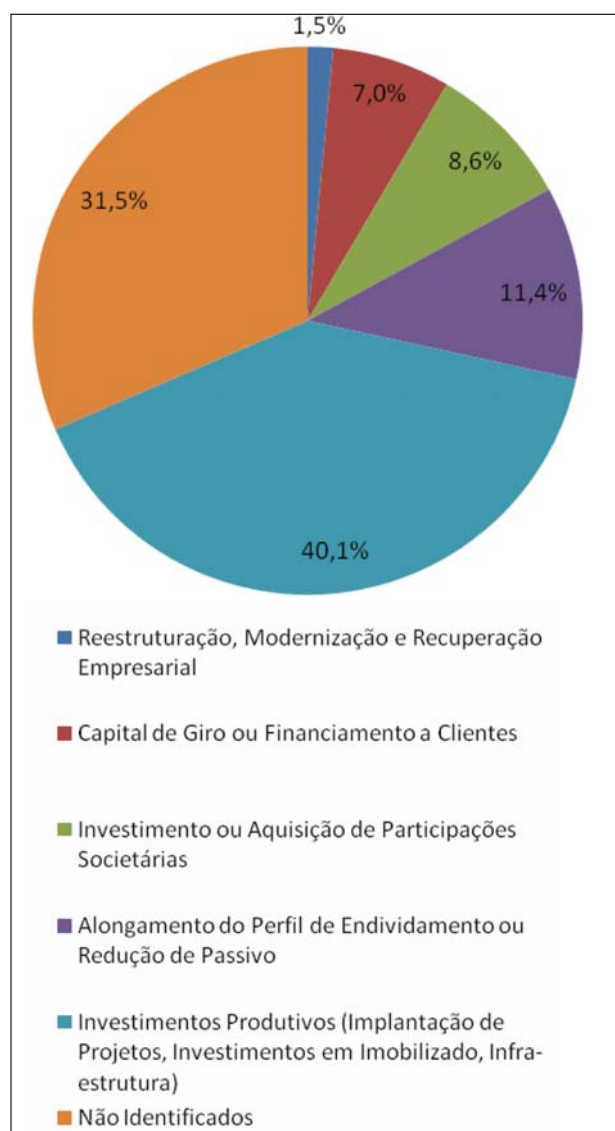
No quarto critério foram listadas destinações de recursos a compras de instalações de propriedade de terceiros, incorporação de empreendimentos, aquisição de maiores participações em companhias e aquisição de empresas em setores complementares, com participação de 7 empresas da amostra. Dos recursos identificados, o volume destinado a esse fim representa quase 9%.

A última classificação se refere a investimentos em melhorias em sistemas produtivos, estruturação de novas cadeias de matérias-primas, logística, tecnologia da informação, pesquisa e desenvolvimento, modernização dos pontos de venda, dentre outros, destinação apresentada somente em 3 das empresas. O volume destinado a investimentos nessa rubrica representa 1,5% do total ofertado.

Em algumas empresas, considerável parte dos recursos totais não pode ser identificada em valores monetários nas classificações lançadas. Esses recursos não identificados são significativos na amostra analisada, pois representam 31,5% da oferta inicial total das empresas da amostra, o que compromete a precisão da análise da destinação dos recursos por parte das empresas.

Contudo, uma análise parcial da tendência de destinação dos recursos da amostra pode ser feita ao excluirmos os recursos com destinação não identificada, configurando-se então as proporções conforme o gráfico 03:

GRÁFICO 03 - DESTINAÇÃO PROPORCIONAL DOS RECURSOS IDENTIFICADOS



FONTE: Adaptado de CVM (2008)

O emprego de recursos em aquisições de participações societárias caracteriza somente inversões financeiras e possui significativa participação em conjunto com o uso para capital de giro. Já a classificação de “reestruturação, modernização

e recuperação empresarial” apresenta proporção baixa devido a sua especificidade.

Percebe-se que embora o destino investimentos produtivos seja menos da metade do total captado, eles são significativos e constituem a principal destinação dos recursos captados pelas empresas analisadas. Quando se inclui a estimativa de investimentos produtivos das empresas JHSF, INPAR e COSAN na análise, a rubrica atinge 50% do volume total captado pelas empresas da amostra.

A utilização de recursos para alongamento do perfil de endividamento indicaria uma substituição de dívidas de curto prazo para longo prazo. Isso significaria que parte dos recursos destinados a alongamento do perfil de endividamento ou redução de passivo estaria relacionada a investimentos produtivos, pois é possível que as empresas captem recursos via abertura de capital com o intuito de compatibilizar fluxo de caixa de longo prazo com financiamento adequado, ou seja, substituição de endividamento de curto prazo em possíveis investimentos produtivos passados.

Conclusões

Conforme discutido anteriormente, no Brasil o mercado de capitais, especialmente bolsa de valores, não desempenhou um papel significativo como fonte de financiamento empresarial. As explicações mais frequentes para tal situação é o modelo de financiamento do país baseado em crédito, do qual parte predominante dos recursos provém de financiamento público (BNDES).

No entanto, buscando ampliar as fontes de financiamento das empresas e fortalecer o mercado de capitais, as instituições do setor financeiro buscaram desenvolver ações para ampliar a canalização de recursos dos investidores ao mercado de capitais, além de estimular a demanda por recursos nesse segmento pelas empresas. Para incentivar a oferta de recursos, buscou-se estabe-

lecer medidas que reduzissem o risco dos ativos, aumentasse a transparência de informações e melhorasse sua rentabilidade relativamente aos títulos públicos, além de atrair um maior número de investidores como fundos de previdência privada e pequenos poupadores.

Medidas macroeconômicas também foram indicadas nas diretrizes do Plano Diretor do Mercado de Capitais para reduzir o risco sistêmico e melhorar a atratividade dos ativos de renda variável. Além disso, medidas institucionais foram adotadas para melhorar a proteção aos investidores, ampliar os canais de captação de recursos (fundos de private equity, venture capital e previdência privada), além de facilitar o acesso das empresas ao mercado de capitais.

Tais medidas resultaram na expansão do mercado, na medida em que o número de empresas e o volume negociado aumentaram consideravelmente na década de 2000.

A análise realizada para o período de 2004 a 2007 mostra que a maior parte das empresas abriu capital no segmento Novo Mercado, com maior transparência e benefícios para o investidor. Os dados mostram que a maior parte das aberturas foi de natureza mista, o que significa a utilização do mercado de capitais para realização do retorno do investimento realizado pelos sócios. A análise da destinação dos recursos, no entanto, foi realizada apenas em empresas com natureza de oferta primária, que representou 25% do volume captado no período.

Constatou-se a necessidade de maior padronização nas informações prestadas pelas companhias em seus prospectos, principalmente no que tange à apresentação de valores quantitativos na destinação de recursos. Este fator é nítido nos dados da pesquisa, pois não foi possível analisar a destinação de aproximadamente 30% dos recursos ofertados inicialmente, já que os prospectos não identificavam a destinação.

Não obstante, dos recursos identificados nos prospectos para as destinações elencadas, observou-se que pelo menos 61% do volume captado pelas empresas tinham como destinação planejada a realização de investimentos produtivos. Sendo assim, as captações por essas empresas refletem em parte as concepções teóricas de que o mercado de capitais é fonte de recursos para financiamento, principalmente, de investimentos produtivos.

Além disso, ao se analisar a demais destinação percebe-se que embora não utilizados diretamente no financiamento produtivo, tais recursos foram alocados em operações de longo prazo, como alongamento do perfil de endividamento para longo prazo e investimento ou aquisição de participações societárias. Embora não sejam diretamente aplicados a investimento produtivo, os recursos teriam impacto nessa rubrica na medida em que alongamento de perfil de endividamento, por exemplo, provém da necessidade de se conciliar fluxo de caixa de possíveis investimentos produtivos de longo prazo realizados anteriormente com recursos de curto prazo. Ao proceder desta maneira, o mercado de capitais estaria cumprindo seu papel primordial de funding ou financiamento dos investimentos empresariais de longo prazo.

Ressalta-se, porém, o tamanho limitado da amostra frente à dimensão total do mercado de capitais brasileiro, que apresenta diferentes naturezas de oferta, segmentos de listagem de ações e mercados além do acionário, como por exemplo o de debêntures. Esta pesquisa analisou somente um corte específico do mercado acionário, composto pelas ofertas de natureza primária, de empresas não-financeiras, excluindo-se o segmento BDR. Uma análise de escopo maior, abrangendo outros tipos de produtos, poderia trazer resultados mais conclusivos e concretos quanto à importância do mercado de capitais brasileiro em seu papel de financiador dos investimentos produtivos, ou na estrutura de capital das empresas.

• Recebido em: 01/09/2010

• Aprovado em: 30/11/2010

Referências

- ALDRIGHI, D. M. Uma avaliação das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v.26, n.1, p.135-57, jan./mar. 2006
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. **Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais: desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo, jun. 2000. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf>. Acesso em: 16 mar. 2009.
- _____. **Plano diretor do mercado de capitais 2005**. São Paulo, dez. 2004. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/PlanoDiretor2005.pdf>>. Acesso em: 16 mar. 2009.
- _____. **Informações gerais sobre a BOVESPA e o mercado de capitais: dados & notas**. São Paulo, abr./jun. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/DadosNotas.pdf>>. Acesso em: 16 mar. 2009.
- _____. **Mercado diário: sala de imprensa**. São Paulo, 2009. Disponível em: <http://mrm.comunique-se.com.br/arq/86/arq_86_5848.xls>. Acesso em: 16 mar. 2009.
- BRESSER PEREIRA, L. Mudanças no padrão de financiamento do investimento no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.7, n.4, p.5-22, out./dez. 1987.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2004.
- CARDIM DE CARVALHO, F. **Economia monetária e financeira**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- CASAGRANDE NETO, H. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- CASTRO, L. B. Financiamento e crescimento econômico. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.14, n.29, p. 277-308, jun. 2008.
- CHEROBIM, A. P. Estrutura de capital: revisão teórica. In: SAITO, R.; PROCIANOY, J.L. (Orgs.) **Captação de recursos de longo prazo**. São Paulo: Atlas, 2008.
- CHICK, Victoria. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v.15, n.1, p.9-23, 1994.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Prospectos definitivos (empresas selecionadas)**. São Paulo: CVM, 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 abr. 2009.
- DIAS, E. M. **Decisões de financiamento de empresas brasileiras de capital aberto maduras: testando pecking order**. 2007. 64p. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Economia) – IBMEC-RJ. Rio de Janeiro, 2007.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teorias de estrutura de capital: as discussões persistem. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v.1, n.11, p.27-36, jan./mar. 2000.

INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS – IBMEC. **Plano diretor 2002**: atualização da execução até março de 2008. Rio de Janeiro, mar. 2008. Disponível em: <http://www.ibmec.org.br/pub/pdmc2002_a200803.pdf>. Acesso em: 15 mar. 2009.

LOBO, Breno Santana. Teoria dos fundos emprestáveis x circuito financiamento-investimento-poupança-funding: uma avaliação empírica para o Brasil. **Revista Desenhahia**, Salvador, v.2, n.3, p.241-251, set. 2005.

MACARINI, J. P. Um aspecto da política econômica do “milagre brasileiro”: a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.38, n.1, p.151-172, jan./mar. 2008.

MATSUO, A. K.; ROCHMAN, R. R.; EID JUNIOR, W. Estrutura de capital no Brasil: uma revisão teórica dos estudos de 1988 até 2005. In: SAITO, R.; PROCIANOY, J. L. (Orgs.) **Captação de recursos de longo prazo**. São Paulo: Atlas, 2008.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, v.48, p.261-97, 1958.

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-real. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.5, ed. especial, p.13-34, out. 2000.

SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.58, n.1, p.121-146, jan./mar. 2004.

SOUSA, A. F.; MENEZES, E. J. C. Estratégia, crescimento e a administração do capital de giro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v.2, n.5, p.27-38, jun./dez. 1997.

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.13, n.1, p.101-118, jan./mar. 1993.

ZONENSCHAIN, Claudia Nessi. Estrutura de capital das empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.6 n.10, p.63-92, dez. 1998.