

LANÇAMENTO PRIMÁRIO DE AÇÕES: EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL VERSUS GERAÇÃO DE VALOR

João Paulo de Negri Correa
UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA

Maria José de C. M. de Zen
UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA

José Francisco Calil
UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA

RESUMO

A criação de valor ao acionista, e a atenção ao custo do capital são assuntos que vem sendo muito discutidos em teoria das finanças. Partindo-se da premissa de que um dos principais objetivos da empresa é o de gerar riqueza aos seus proprietários de capital, este trabalho tem por objetivo correlacionar o efeito do IPO (*Initial Public Offering*) com a geração de valor aos acionistas. Para mensurar tais fatos, esta pesquisa utilizou os conceitos de uma medida de desempenho operacional baseada no lucro residual, conhecida por EVA[®] (*Economic Value Added*), e o MVA[®] (*Market Value Added*), que mede sobre a ótica do mercado, o potencial de geração de valor de uma empresa. O estudo foi realizado utilizando uma amostra que contempla todas as empresas que realizaram um IPO no ano de 2006. Através da análise dos dados publicados no ano anterior e subsequente a abertura de capital, os resultados mostraram que devido ao aumento demasiado do custo médio e ponderado do capital, estas empresas destruíram valor no ano do IPO e no ano subsequente, porém, estes resultados podem sofrer reversões e no futuro confirmar as expectativas positivas do mercado demonstradas pelos MVAs[®] positivos.

1 Introdução

Atualmente, num cenário econômico muito mais dinâmico e competitivo, a rapidez das informações e as constantes mudanças presentes no cotidiano corporativo demandam investimentos em todas as áreas da empresa. Como todo investimento necessita de recursos, muitas empresas buscam capital no mercado financeiro para financiar seu crescimento, e a captação de recursos via abertura de capital no Brasil vem se mostrando cada vez mais frequente. De acordo com Salomão, Salgado e Caetano (2007), no ano de 2006, as empresas arrecadaram cerca de R\$ 110 bilhões de reais em emissões de ações, debêntures e outros instrumentos financeiros, mais que o dobro dos R\$ 52 bilhões liberados pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social).

Ao emitir novas ações, a empresa sofre mutações severas em sua estrutura de passivos, aumentando assim, seu custo de capital e o retorno exigido pelos acionistas. Este assunto vem sendo intensamente discutido pelos estudiosos, sendo este um tema ainda muito controverso em teoria das finanças. Brito, Bastistella e Corrar (2007), definem que o principal foco das pesquisas realizadas é responder se a estrutura de capital adotada pelas empresas influencia ou não seu valor.

De acordo com Assaf (2003), o risco que os acionistas assumem em arcar com todo o resultado residual da empresa, faz com que o capital próprio seja considerado um investimento de risco elevado, sendo ainda mais caro do que o capital de terceiros. Logo, a fim de maximizar a riqueza do acionista, a empresa terá que adotar estratégias de gestão

baseadas em valor, e optar por uma estrutura de capital-alvo que minimize seu custo de capital e gere resultados residuais positivos.

Partindo-se desta premissa, resultados residuais positivos são gerados quando as receitas operacionais remuneram o detentor de capital, acima do custo de oportunidade empregado na operação. Conforme Copeland *et al* (1994) apud Martins (2002) os indicadores contábeis convencionais como o ROI (*Return on Investment*) não conseguem atribuir o risco e o custo de capital da empresa. Para tal, é necessário utilizar indicadores econômicos, como o EVA[®] (*Economic Value Added*). “De maneira simplificada o EVA[®] refere-se à diferença entre o retorno sobre o capital investido, após os impostos, e o custo desse capital investido”. (BRASIL, 2002, p. 80).

Sendo assim, o objetivo deste trabalho é analisar a evolução da estrutura e do custo do capital das empresas nacionais que realizaram um *IPO* no ano de 2006, e verificar se estas estão gerando valor aos seus acionistas, utilizando o indicador EVA[®].

A amostra foi selecionada a partir da base de dados do sistema Economática com as empresas que abriram seu capital no ano de 2006, conforme listagem obtida no site da BMF&Bovespa.

O artigo está organizado da seguinte maneira: 1 – Introdução; 2 – Estrutura de Capital; 3 – Gestão Baseada em valor; 4 – Resultado e, finalmente, 5 - Considerações finais.

2 Estrutura de capital

"Define-se estrutura do passivos a participação relativa dos diversos tipos de fontes de capital remuneradas que estão sendo utilizadas para financiar os investimentos do ativo da empresa" (PADOVEZE, 2007, p. 169). Ou seja, basicamente a estrutura de capital de uma empresa representa o *mix* de capital próprio e capital de terceiros que a firma utiliza para se financiar.

Para Brito, Batistela e Corrar (2007) existem duas grandes correntes principais para se descrever a estrutura de capital de uma empresa. A primeira, chamada de teoria convencional, apresentada primeiramente por Durand (1952), afirma que o valor da empresa se modifica de acordo com a estrutura de capital adotada, em função da redução do custo do capital total que uma estrutura de capital ótima pode proporcionar à empresa. Em contrapartida, o conceito de estrutura de capital adotada por Modigliani e Miller (1958), propõe que a forma como a empresa se financia é irrelevante na determinação do valor da firma, argumentando que o custo de capital da empresa é estável para qualquer nível de endividamento, e assim, não haveria estrutura de capital ótima.

Posteriormente, estudos de Warner (1977) e Altman (1984) apud Procianoy (2000) indicam que os custos de falência ocasionados pelo uso ilimitado de capital de terceiros seriam relevantes, atenuando assim o conceito do “ilimitado benefício do endividamento” proposto por Modigliani e Miller.

2.1 O Custo do Capital

O custo de capital da empresa é medido conforme sua estrutura de capital: capital próprio *versus* capital de terceiros. A seguir, serão descritas sucintamente as principais metodologias de cálculo do custo destas fontes de capital.

Segundo Assaf (2003), o custo do capital de terceiros (k_i) é representado pelos passivos onerosos decorrentes de empréstimos e financiamentos tomados pela empresa.

O custo da dívida (k_i) pode ser representado pela seguinte fórmula:

(1)

$$k_i = k_d (I - IR)$$

Onde:

k_i : Custo da dívida após o IR;

k_d : Custo da dívida antes do IR;

IR : Alíquota do Imposto de renda.

De acordo com Young e O'Byrne (2003), o custo da dívida pode ser facilmente observado de acordo com as despesas financeiras apresentadas pela empresa, porém, o grande obstáculo é a identificação do custo do capital dos acionistas, ou custo do capital próprio (k_e). Em seu nível mais simples, este consiste no retorno exigido pelos acionistas para concretizarem seu investimento na empresa. O problema é que este retorno não pode ser observado facilmente como o retorno exigido por terceiros, pois para o capital de terceiros há um contrato que estipula as condições da dívida.

Sendo assim, existem diversas formas da empresa mensurar o retorno que os acionistas requerem para aceitar os riscos da empresa e investir seus recursos.

Para Martins (2002), os acionistas representam uma fonte de financiamento a longo prazo para a empresa, tendo como principais remunerações a valorização de suas ações e o recebimento de dividendos, sendo estes fortemente relacionados com os lucros produzidos pela a empresa.

Segundo Martins (2002), existem vários modelos que demonstram o custo do capital das ações:

- Modelo de Gordon – a abordagem dos dividendos
- *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)
- *Arbitrage Price Model* (APM)

Todos os modelos possuem vantagens e desvantagens uns sobre os outros. O modelo utilizado neste trabalho foi o CAPM, visto que é o modelo mais discutido na literatura e a inserção dos dados é possível após algumas aproximações.

O modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) mede o retorno esperado do investimento levando em consideração o risco sistemático, mensurado através do coeficiente beta.

O CAPM utiliza o conceito de diversificação do risco para relacionar o retorno esperado de um ativo individual ao risco de uma carteira que representa o mercado (risco não diversificável), baseado na correlação existente entre retorno de um ativo e o retorno do mercado como um todo. (DE ZEN, 2005. p. 18)

Sendo que a versão básica do CAPM estabelece a relação entre o retorno esperado, e o risco sistemático existente naquele ativo, esta relação é dada pela seguinte equação: (GITMAN, 1997, p. 225).

$$K_j = R_f + [b_j \times (k_m - R_f)]$$

Onde:

K_j : é o retorno esperado de um ativo/ projeto j;

R_f : taxa de retorno livre de risco;

β_j : é o coeficiente de risco sistemático, sendo uma medida da sensibilidade do retorno do ativo/ projeto j aos retornos da carteira de mercado;

k_m : é o retorno esperado da carteira de ativos do mercado.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995), “o coeficiente β pode ser interpretado como sendo a sensibilidade do retorno de um título ao da carteira de mercado”. É utilizado para medir o risco sistemático do ativo, ou seja, quão este está vulnerável às variações de mercado. De acordo com Elton e Gruber apud Ferreira (2006) o beta é o índice correto para medir o risco sistemático do ativo, pois como o risco não sistemático tende a zero com uma carteira diversificada, o único item relevante do risco total é o risco sistemático, ou não diversificável, medido pelo beta.

Logo, $(K_m - R_f)$ pode ser interpretado como o prêmio de se assumir o risco de mercado, e o produto deste pelo beta representa o prêmio de se assumir o risco excedente do mercado em relação a um ativo sem risco mais o risco sistemático do ativo em questão.

Após o cálculo do custo do capital das fontes de financiamento da empresa (k_i e k_e), é de suma importância obter o custo médio ponderado deste capital, ou seja, o custo do capital total proveniente de sua estrutura específica de passivos.

“O custo médio ponderado de capital é definido como a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento utilizados por uma empresa”. (DAMODARAM, 2002, p. 77).

De acordo com Assaf (2003), a mensuração do WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) é demonstrada pela seguinte expressão de cálculo:

(3)

$$WACC = \sum_{j=1}^N W_j \times K_j$$

Onde:

WACC = custo médio ponderado do capital;

K_j : custo específico de cada fonte de financiamento (própria e de terceiros);

W_j : Participação relativa de cada fonte de capital no financiamento total.

Sendo assim, segundo a teoria convencional exposta por Durand (1952), a combinação ótima entre capital de terceiros e capital próprio minimiza o custo do capital total, o que leva à maximização do valor da empresa através da redução do WACC.

O próximo tópico discorre sobre a criação de valor e sua relação com o custo de capital.

3 Gestão baseada no valor

Basicamente, uma empresa cria valor aos seus acionistas quando os remunera acima do retorno esperado. “Uma empresa é considerada como criadora de valor quando for capaz de oferecer a seus proprietários de capital (credores e acionistas) uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganho” (ASSAF, 2003. p. 165). Uma empresa pode estar apurando lucro contábil em determinado período, porém se esse resultado for insuficiente para cobrir o custo do capital investido, a empresa estará destruindo riqueza de seus acionistas, ou seja, depreciando seu valor de mercado.

Embora o uso do valor econômico agregado seja relativamente recente, sua essência se baseia no conceito do lucro residual, reconhecido pelos economistas e contadores desde 1777 e usado pioneiramente pela General Electric em 1950, segundo BIDDLE *et al* (2001) apud DE ZEN (2005).

Algumas métricas mais recentes criaram uma metodologia de cálculo para o lucro econômico, e neste trabalho utilizaremos as métricas desenvolvidas pela Stern&Stuart denominadas MVA[®] e EVA[®].

“O MVA[®] é determinado pela diferença entre o valor de mercado da companhia e o capital nela investido, ou seja, representa o quanto a administração agrega de valor ao capital investido na empresa”. (DOS SANTOS, WATANABE. 2005. p. 2).

Logo, tem-se o MVA[®]:

(4)

$$\text{MVA}^{\text{®}} = \text{valor de mercado} - \text{capital total investido}$$

Para Assaf (2003), a empresa agrega valor ao capital do acionista somente quando as receitas operacionais superaram todos os custos e despesas incorridas, inclusive o custo de oportunidade do capital. “Nesse caso, o valor da empresa excederia o de realização de seus ativos (investimentos), indicando esse resultado adicional uma agregação de riqueza pelo mercado conhecida como *Market Value Added*” (ASSAF, 2003. p. 167). Ou seja, na ótica do MVA[®] uma empresa criou valor aos seus acionistas se seu valor de mercado atual exceda o capital investido, sendo que a diferença destes corresponde à criação, ou a destruição de riqueza, propriamente dita.

No entanto, segundo Young e O’Byrne (2003) existem problemas para a utilização do MVA[®] como medida de desempenho operacional, pois as divisões operacionais da empresa não possuem preço de ações e, por isso, não é possível mensurar a riqueza gerada por cada uma delas. Em outras palavras, esta medida só pode ser observada em níveis corporativos, limitando assim sua utilização. Young e O’Byrne (2003) ainda ressaltam outro limitador relacionado ao MVA[®], pelo qual se refere como uma medida de estoque, ou seja, esta medida denota a riqueza acumulada até um determinado momento. “É uma fotografia que em si nada diz sobre o desempenho ou a criação de valor que ocorreram ao longo de um período” (YOUNG e O’Byrne, 2003. p. 2003).

Para Young e O’Byrne (2003), as limitações do MVA[®] supracitadas podem ser solucionadas pelo EVA[®], pois ao contrário de outras métricas baseadas no mercado, o EVA[®] pode ser mensurado em níveis divisionais, desde que variáveis como o NOPAT (*Net Operating Profit after Taxes*), o capital investido, e o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) do setor em questão forem conhecidas. Segundo Assaf (2003), o EVA[®] pode ser interpretado como o resultado operacional apurado pela empresa, após deduções dos custos e despesas operacionais, inclusive a remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital, sendo eles, credores e acionistas. “É um indicador sobre se a empresa está criando ou

destruindo valor por meio de resultado definido como *supranormal* por David Ricardo no início do século retrasado (1820)” (ASSAF, 2003, p. 174)

O Gráfico 1, ilustra a composição do EVA[®].

Gráfico 1. Demonstração do EVA[®].



Fonte: FERREIRA, 2006. p. 24.

Logo, o EVA[®] constitui-se pela seguinte equação:

(5)

$$EVA = NOPAT - (C \times Capital)$$

Onde:

NOPAT: Resultado operacional líquido após imposto de renda.

C: Custo do capital da empresa, a ponderação entre o custo do capital de terceiros e o custo do capital próprio. Conhecido pela sigla WACC.

Capital: O montante investido na empresa, composto tanto por capital de terceiros quanto capital próprio.

4 Resultados

4.1 Coleta de dados

Entende-se que após a abertura de capital e a conseqüente captação de recursos proporcionada pelo IPO (*Initial Public Offering*), a empresa necessita de um tempo não estimado para a devida aplicação destes recursos, e que estes alavanquem os retornos acima do custo do capital, maximizando o efeito da criação de valor, foco do estudo desta pesquisa. Com base no objetivo do trabalho de analisar as mutações na estrutura de capital ocasionadas pela oferta inicial de ações, e sua relação com a criação de valor, foi adotado o ano base de 2006, entendendo que a análise será feita um ano anterior a abertura de capital (2005), e no ano posterior ao fato (2007).

Desta maneira, a amostra foi selecionada a partir da base de dados do sistema Economática e contempla as empresas que abriram seu capital no ano de 2006, conforme listagem obtida no site da BMF&Bovespa. Nesta amostra inicial estavam contidas 26 empresas, no entanto, aquelas cujos dados completos não estavam disponíveis no sistema foram excluídas, finalizando um total de 16 empresas.

4.1.1 Variáveis Utilizadas

No quadro 1, estão descritas as metodologias utilizadas para o cálculo de cada variável.

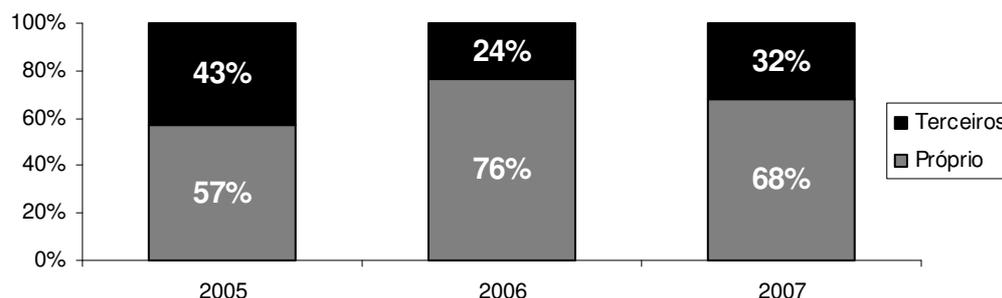
Quadro 1: Descrição das Variáveis

Variável	Metodologia
NOPAT (<i>Net Operating Profit after taxes</i>)	EBIT ± (Outras Receitas/Despesas Operacionais + Resultado Financeiro + Resultado da Equivalência Patrimonial) - IR (34%)
Capital Investido	Capital de Giro Líquido + Ativos Não circulantes – Passivos não onerosos de LP
K_i – Custo do Capital de Terceiros	(Despesas Financeiras/Capital Terceiros) * (1-IR) Onde : IR = 34%
K_e – Custo do Capital Próprio	Modelo CAPM, onde: Taxa livre de Risco (R_f): CDI Taxa de Mercado (k_m): IBOVESPA Beta (β): Extraído do Sistema Economática para cada empresa.
WACC- Custo Médio de Capital	Ponderação com as fontes de capital da Empresa e suas participações na estrutura de capital.
MVA	(Valor de Mercado das ações + Capital de Terceiros) – Capital Investido
EVA	NOPAT – (WACC * Capital Investido)

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.2 Análise dos resultados

De acordo com Padoveze (2007), define-se como estrutura de passivos as participações das fontes de capital que a empresa utiliza para se financiar. Empresas que optam por captar recursos no mercado acionário abrem o capital a fim de fazer novas subscrições e conseqüentemente utilizar o capital próprio como principal forma de financiamento. Porém, à medida que a participação de capital próprio ocupa maior espaço na estrutura de capital da empresa, esta se modifica, e conseqüentemente, o custo deste capital também sofre mutações. Fato que inicia a discussão sobre a estrutura de capital ótima a ser adotada pela empresa, e se esta influencia ou não seu valor, fundamentados pela teoria convencional, posteriormente criticada por Modigliani e Miller (1958). O gráfico 2 demonstra a estrutura de capital média adotada pelas empresas no decorrer dos anos de análise da pesquisa.

Gráfico 2. Estrutura de Capital Média

Fonte: Elaborado pelo autor

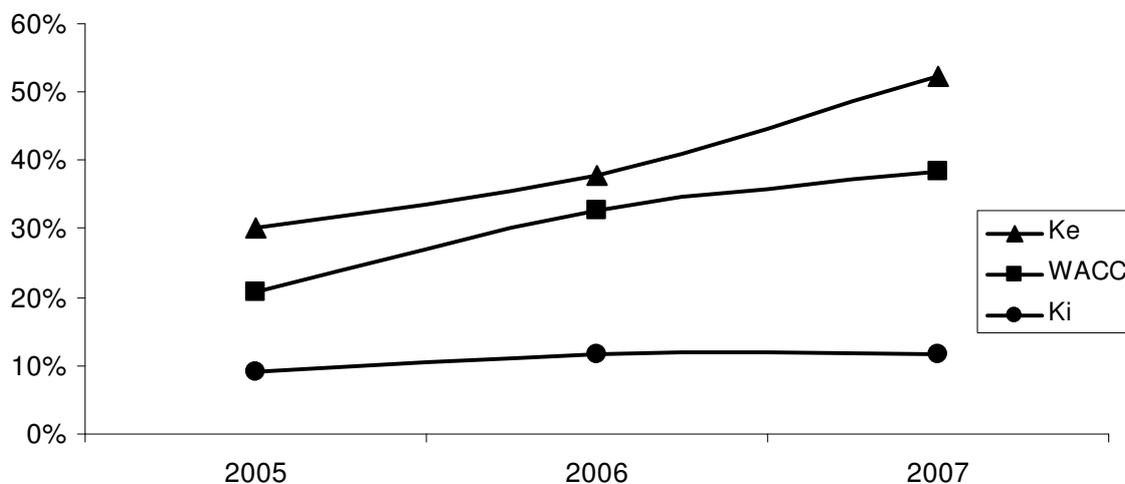
Observa-se um aumento significativo no uso do capital próprio no ano do IPO, em 2006, e uma redução do uso da dívida neste mesmo ano. Além da maior participação do capital próprio na estrutura de capital da empresa, o custo deste capital também sofreu aumentos devido a fatores conjunturais que fizeram com que o prêmio pelo risco de mercado (Ibovespa – CDI) crescesse significativamente nestes anos, conforme quadro 2.

Quadro 2: Prêmios do risco de mercado

Anos	$K_m - R_f$
2005	9%
2006	18%
2007	32%

Fonte: Elaborado pelo autor

Logo, o custo ponderado do capital próprio se ascendeu de forma relevante nos anos analisados, enquanto o custo ponderado da dívida obteve grande queda, o que causa impacto no retorno esperado pelos investidores. Observa-se este fenômeno no gráfico 3, que relaciona o custo médio de capital de terceiros, o custo médio do capital próprio, e a média do WACC no mesmo período.

Gráfico 3: k_e x k_i x WACC

Fonte: Elaborado pelo autor

Cabe ressaltar que por motivos óbvios, o efeito do IPO também aumentou de forma relevante o volume do capital investido utilizado para o cálculo do EVA[®], porém, o NOPAT não acompanha o crescimento com o mesmo ritmo.

Uma hipótese a ser considerada é de que a empresa ao captar recursos, necessite de tempo para que os investimentos provenientes desta captação gerem resultados operacionais, e quando esta hipótese se confirmar, o NOPAT poderá se comportar da forma semelhante ao capital investido.

De acordo com os resultados demonstrados acima, se têm o EVA[®] como medida da geração, ou destruição da riqueza proporcionada aos acionistas. A tabela abaixo expõe os resultados obtidos:

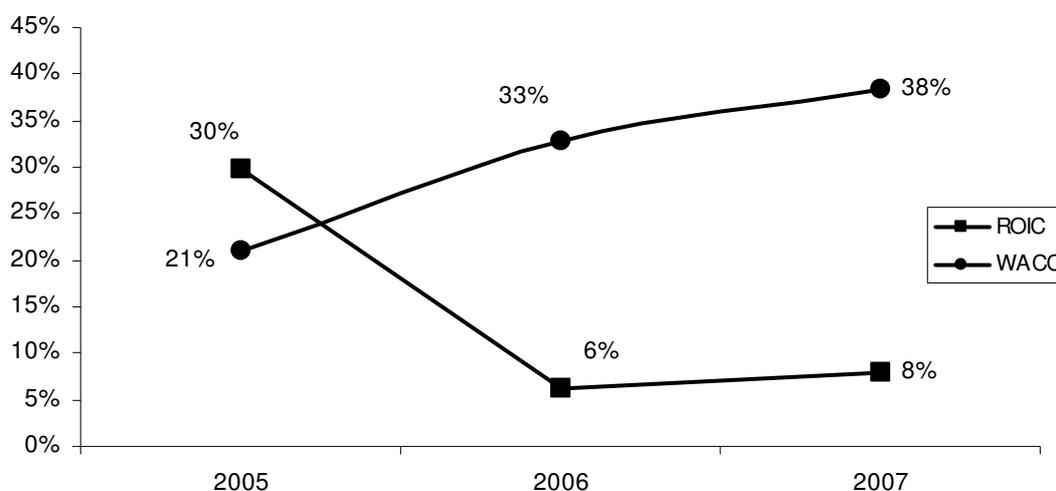
Tabela 1: Resultados do EVA[®]

EVA [®] (Economic Value Added) - Em milhões R\$					
Empresa	2005	2006	var. %	2007	var. %
Abnote	15,3	15,0	-2%	4,1	-72%
Brascan Res	21,9	(337,3)	-1641%	(451,5)	-34%
Ecodiesel	(3,1)	(211,7)	-6624%	(274,6)	-30%
Company	(3,8)	(55,8)	-1352%	(91,8)	-64%
Copasa	(360,3)	(824,7)	-129%	(1.378,1)	-67%
CSU CardSystem	1,3	(51,3)	-4117%	(56,1)	-9%
Equatorial	(178,9)	(142,4)	20%	(198,0)	-39%
Gafisa	(69,0)	(265,0)	-284%	(687,2)	-159%
GP Invest	10,6	(327,0)	-3191%	(953,4)	-192%
Klabinsegall	(12,3)	(236,8)	-1833%	(327,7)	-38%
Lupatech	1,4	(79,9)	-5744%	(174,2)	-118%
Medial Saude	18,7	(146,3)	-884%	(195,7)	-34%
MMX Miner	(7,2)	(683,9)	-9395%	(1.754,3)	-157%
Odontoprev	16,7	(42,8)	-357%	(45,2)	-6%
Profarma	(7,0)	(109,9)	-1464%	(117,2)	-7%
Santos Brasil	(21,2)	(486,8)	-2192%	(456,9)	6%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dado os resultados acima, de um total de 16 empresas analisadas, em 2005 apenas 7 apresentaram EVAs[®] positivos, sendo que em 2006 e 2007, o resultado positivo é representado por apenas uma empresa, que também segue em descendência.

No ano da ocorrência do IPO, houve imensa destruição de valor, ocasionada principalmente pelo aumento do custo ponderado do capital e a participação significativa de capital próprio constante na estrutura de passivos da empresa. No gráfico 5, é possível visualizar o EVA[®] da amostra em sua forma gráfica, através do *spread* (diferença) entre as variações do ROIC (divisão do NOPAT pelo Capital Investido) e do WACC, ambos representado pela média da amostra.

Gráfico 5: EVA[®] Médio - ROIC x WACC

Fonte: Elaborado pelo autor

O gráfico 5 demonstra o comportamento do EVA[®] médio das empresas no período, onde no ano de 2005 o EVA[®] médio é positivo em 9% (diferença entre o ROIC – 30% e o WACC – 21%), caindo bruscamente para -27% em 2006, e -30% em 2007. Esses dados representam a destruição média de valor das empresas da amostra nos anos de 2006 e 2007, devido ao grande salto do custo médio ponderado do capital, principalmente motivado pelo alto custo do capital próprio.

Quanto à ótica do mercado sobre os dados apresentados acima, tem-se o MVA[®] como métrica das expectativas de retornos futuros, que o mercado julga ser possível para a empresa, que teoricamente foram baseadas em sua posição econômica e financeira, visto que vários motivos podem ocasionar a oscilação dos preços das ações, alterando seu valor de mercado.

A tabela 2 demonstra o MVA[®] gerado pelas empresas no período de 2006 e 2007. No cálculo do MVA[®], não foi utilizado o ano de 2005, pois nesta data ainda não havia cotação das ações em bolsa de valores.

Tabela 2: Cálculos do MVA[®]

MVA (Market Value Added) - Em milhões R\$			
Empresa	2006	2007	var. %
Abnote	639,5	540,7	-15%
Brascan Res	2.262,0	850,8	-62%
Ecodiesel	1.143,0	560,5	-51%
Company	608,7	944,6	55%
Copasa	(381,4)	47,3	-112%
CSU CardSystem	407,4	160,3	-61%
Equatorial	(724,5)	(726,8)	0%
Gafisa	2.487,9	2.766,1	11%
GP Invest	540,4	1.686,2	212%
Klabinsegall	637,4	433,1	-32%
Lupatech	1.214,3	2.589,5	113%
Medial Saude	1.163,7	1.078,7	-7%
MMX Miner	2.451,8	12.503,0	410%
Odontoprev	675,9	894,5	32%
Profarma	662,7	856,3	29%
Santos Brasil	(1.042,1)	(1.046,7)	0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Os MVA[®]s positivos demonstram que o valor de mercado das empresas contidas na amostra estão acima do capital investido. Conforme Young e O'Byrne (2003), na medida em que o EVA[®] é um indicador de desempenho histórico, o MVA[®] reflete as expectativas do mercado em relação ao potencial de geração de riqueza das empresas, o que explica os resultados adversos entre os dois indicadores até mesmo em casos extremos, como MMX Mineradora e GP Investimentos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa utilizou o conceito do valor econômico agregado como base de análise dos resultados obtidos. Segundo Ehrbar (1999), em essência, o EVA[®] é uma medida de desempenho que difere da maioria das demais medidas por incluir o custo de oportunidade empregado na operação, possibilitando medir o quanto de fato a empresa consegue gerar de riqueza aos seus acionistas.

A discussão constante no cenário acadêmico atual sobre a correta utilização deste conceito é muito extensa e controversa, apresentando diversas possibilidades de utilização. Referenciando-se nestes estudos, o objetivo desta pesquisa foi analisar a estrutura de capital das empresas que realizaram um IPO no ano de 2006, e como estas mudanças estruturais afetaram os resultados operacionais geradores de valor destas empresas. Para isto, foram analisadas 16 empresas que realizaram uma oferta inicial de ações no ano de 2006.

Primeiramente, fundamentando-se na teoria convencional, foi realizado um estudo na estrutura de capital das empresas que contemplaram a amostra, a fim de certificar a afirmação de que o custo médio ponderado do capital das empresas que ainda não haviam captado recursos via IPO era menor do que dos anos seguintes às novas subscrições no mercado, em decorrência dos altos retornos exigidos pelos detentores de capital próprio, medido pelo método CAPM. Os resultados foram conclusivos na medida em que esta afirmação é verdadeira, visto um aumento significativo no WACC nos anos posteriores ao IPO.

Partindo da premissa de que os resultados operacionais das empresas seguem a tendência do capital investido, ou seja, em tese há uma relação diretamente proporcional entre o NOPAT e o capital após IPO. A fim de verificar esta afirmativa corroborou-se os resultados obtidos, e apesar de que a progressão do NOPAT não é o bastante para cobrir os aumentos dos encargos de capital, a tendência se mostra positiva.

Em decorrência dos resultados supracitados, é correto afirmar que todo o cenário se moldava para que os EVAs[®] resultantes fossem negativos, o que aconteceu de fato, e demonstra destruição de riqueza principalmente no ano de 2006. No ano de 2007, a potência da destruição de riqueza se atenua, porém os EVAs[®] ainda permanecem negativos. Para os próximos anos, é possível que esta destruição de valor seja de fato menor, e até mesmo possa existir uma reversão do quadro, caso os investimentos dos recursos obtidos no IPO gerem lucros operacionais acima o WACC.

No entanto, em controversa aos EVAs[®] negativos, a maioria das empresas que constituíram a amostra apresentaram MVAs[®] positivos, ou seja, o preço de suas ações adicionado as suas dívidas superam o valor total do investimento de capital. Tal discrepância é explicada por Young e O'Byrne (2003), que o valor de mercado de uma empresa é vulnerável às perspectivas do mercado de capitais, na possibilidade de que esta empresa gere fluxos de caixa futuros, que se descontados a taxa de oportunidade gere rendimentos iguais, ou maiores que outra empresa de risco semelhante.

A conclusão desta pesquisa deve ser analisada levando-se em conta suas principais limitações:

- Período utilizado para os testes bastante curto;
- Utilização do modelo CAPM para o mercado brasileiro requer vários cuidados, visto que neste mercado, inexistem títulos livres de risco, há inflação no período analisado, além de outros fatores como o próprio tamanho do mercado acionário.
- O tamanho da amostra impede generalizações.

Diante disto é possível afirmar que as empresas da amostra destruíram valor no ano da abertura de capital, e no ano posterior a este evento, mas que este cenário tende a se reverter, caso os recursos captados no IPO sejam utilizados em projetos em que os retornos superem os custos operacionais adicionados ao custo de oportunidade, e assim confirme as expectativas positivas do mercado, indicadas pelo MVA[®].

Uma proposta para estas empresas seria a implantação de uma gestão baseada no valor, ou seja, a idéia da criação de valor orientada aos investimentos de capital como forma de medida de aceitação ou rejeição de projetos, bem como a adoção de uma estrutura de capital que possa minimizar o custo médio ponderado de capital.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

BOVESPA. **Como e porque se tornar uma companhia aberta**. São Paulo, 2006.

BRASIL, Haroldo G. **Avaliação moderna de investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

BRITO, Antonio Silva; BATISTELLA, Flávio Donizete; CORRAR, Luiz J. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças USP**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DE ZEN, Maria José de Camargo Machado. **Avaliação e gerenciamento de investimentos na indústria de carnes: Uma abordagem das opções reais na consideração do risco**. 2005. 137 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

_____. **Investimento de Capital x Rentabilidade – Uma abordagem do Lucro Residual**. São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 25 jun. 2008.

DOS SANTOS, José Odálio; WATANABE, Roberto. Uma análise da correlação entre o EVA[®] e o MVA[®] no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 1, p. 19-32, jan./mar. 2005.

DURAND, D. **Cost of debt and equity funds for business: trends and problems in measurement**. In: Conference on Research on Business Finance. New York.: National Bureau of Economic Research, 1952.

EHRBAR, EL. **EVA: Valor Econômico Agregado**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FERREIRA, Marcelo Augusto Salgado. **Uma análise empírica da relação entre o EVA[®] (Economic Value Added) e o retorno das ações no mercado acionário brasileiro**. 2006. 99 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Departamento de Administração – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2002.

MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. **The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment.** American Economic Review, Nashville: American Economic Association, v. 48. n.3, jun. 1958.

PADOVEZE, Clóvis Luis. **Controladoria estratégica e operacional: conceitos, estruturas e aplicação.** São Paulo: Thomsom Learning, 2007.

PROCIANOY, Jairo Laser; KRAMER, Ronald. Estruturas de Capital: Um Enfoque sobre a capacidade Máxima de Utilização de Recursos de Terceiros das Empresas Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. **Finanças Corporativas.** São Paulo, Atlas: 2001.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira.** São Paulo: Atlas, 1995.

SALOMÃO, Alexa; SALGADO, Eduardo; CAETANO, José Roberto. A Bolsa em 50 mil pontos. **EXAME.** São Paulo: Abril, ed. 891, ano 41, n. 13, 25 abr. 2007.

YOUNG, S. D; O'BYRNE, S. F. **EVA e gestão baseada em valor:** guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman, 2003.