6 Conclusão

O mercado de capitais brasileiro vem passando por um período distinto em sua história. Diversos fatores corroboram um cenário mais estável para o desenvolvimento de um mercado bursátil sustentável e sólido. Conseqüentemente, cresce o número de empresas interessadas em aproveitar os benefícios oriundos da abertura de capital.

A expansão do número de IPOs tem gerado interesse em relação às premissas adotadas na precificação das ações. Ao analisar a precificação em IPOs, este trabalho abordou alguns dos elementos essenciais no momento em que a empresa faz sua primeira emissão de ações.

Após a verificação de elevados retornos iniciais e baixos retornos de longo prazo, para a amostra em questão, foi utilizada a avaliação por múltiplos, buscando-se verificar se as empresas da amostra estavam sub-avaliadas ou super-avaliadas. Ressalta-se que foram utilizados resultados futuros e não projeções realizadas no momento da IPO¹.

Verificou-se que tanto a média como a mediana da amostra composta por empresas estreantes são maiores do que as respectivas medidas de posição da amostra de empresas similares listadas em bolsa. No entanto, ao realizar testes estatísticos para diferença de médias e medianas, não foi encontrada significância estatística do resultado.

Esse resultado corrobora a teoria de Leal (1991) sobre a existência de uma bolha especulativa nas IPOs. Ou seja, as avaliações foram corretas, porém os preços esperados pelo mercado estavam inflados. Ao citar a teoria da bolha especulativa, Tiniç (1988) ressalta que os elevados retornos são provenientes da elevada demanda inicial de investidores que não conseguiriam as quantidades de ações que desejaram. Mesmo

¹ A utilização do Lucro e EBIT verificados após a IPO pode gerar distorções na análise de precificação. A utilização de projeções realizadas no período da IPO pode gerar resultados distintos dos encontrados neste trabalho.

estreado no mercado com preços elevados, as empresas da amostra apresentaram elevados retornos iniciais.

Finalmente, comprovou-se estatisticamente que os betas de 12 meses são significativamente superiores aos betas utilizados no modelo CAPM, no momento da IPO. A utilização de betas mais elevados no modelo elevaria o custo de capital próprio da empresa. Conseqüentemente, reduziria o valor presente dos fluxos de caixa descontados no momento da IPO. Ou seja, o valor da empresa ou do patrimônio líquido (valor de mercado) calculados seriam menores, resultando em um menor preço por ação.

Como esperado, os retornos ocorridos após a IPO (período de 12 meses) foram significativamente superiores ao custo de capital do acionista determinado na abertura de capital (as comparações foram feitas em dólar). O elevado retorno em dólar é explicado não só pelo alto retorno das ações em real, como pelo fato de a moeda nacional ter-se valorizado frente ao dólar, gerando retornos ainda maiores.

6.1. Limitações do trabalho

A avaliação por múltiplos é mais complexa no caso de países que não apresentam muitas empresas listadas em bolsa, como no Brasil. No momento da abertura de capital da Natura, por exemplo, não existiam empresas brasileiras comparáveis negociadas na Bovespa. Essa escassez tem sido reduzida com o passar dos anos, no entanto, influenciou a pesquisa realizada.

Para a determinação de múltiplos comparáveis foram adotados ajustes e aproximações que podem gerar resultados questionáveis.

A utilização da classificação NAICS (nível 2), disponível no Economática, também deve ser citada, já que em alguns casos agrega em um mesmo setor empresas pouco similares.

Por fim, a questão do tamanho da amostra também é relevante para a realização de uma pesquisa exploratória.

6.2. Sugestões para pesquisas futuras

Este trabalho limitou-se a um período de dois anos de análise, em virtude da recente expansão dos processos de emissão pública inicial. Conseqüentemente, para a análise de custo de capital próprio e dos múltiplos, no caso de empresas brasileiras, foi utilizada uma amostra relativamente pequena, composta por 25 empresas. Quando os índices P/L e EV/EBIT foram analisados separadamente, as amostras foram reduzidas ainda mais, para 23 e 22 empresas, respectivamente.

Quanto à análise de múltiplos, seria relevante a utilização de uma amostra maior, essencial para analisar diferenças entre os múltiplos utilizados nos diferentes anos e diversos setores, assim como para a verificação de relações entre precificação e retorno.

Quanto à determinação do custo de capital do acionista, sugere-se, para pesquisas futuras, a verificação de betas de 60 meses (mais estáveis) e sua comparação com os betas utilizados no momento da IPO. Das 25 empresas estudadas, 12 possuem betas de 24 meses e apenas 3 possuem betas de 36 meses.

O ano de 2007 será encerrado com número recorde de IPOs realizados no Brasil. A tendência para os próximos anos é de novos recordes, o que possibilitará estudos mais detalhados e consistentes a respeito do assunto.