

6

Revisão bibliográfica

Por envolver uma série de assuntos simultaneamente, poderíamos citar um número grande de artigos cujo tema tenha alguma relação com a avaliação do custo de capital das empresas. Porém poucos tiveram a preocupação de observar, na prática, o que os principais gestores das empresas ou analistas de empresas aplicavam no mundo real. Bruner, Eades, Harris e Higgins (1998) produziram uma das principais pesquisas e sintetizaram as principais práticas de estimação do custo de capital nos Estados Unidos, e sua relevância influenciou não só o universo acadêmico como a presente dissertação.

Além dessa pesquisa, o pesquisador Aswath Damodaran também deve ser considerado uma grande referência para os pesquisadores, e praticamente inevitável não utilizar suas pesquisas e dados. O autor conquistou tal relevância que, em certos laudos de avaliação de empresas, fora citado como fonte de explicação para determinadas variáveis. Suas pesquisas são tantas que serão amplamente citadas ao longo desta pesquisa.

Uma das principais características do autor é de sempre buscar algumas alternativas práticas que podem ser utilizadas pelo mercado, sem se descuidar dos conceitos teóricos. Enquanto Fama e French (2004) produziram inúmeras críticas ao CAPM, praticamente invalidando o modelo, Damodaran (2006) argumenta que o modelo pode sim ser utilizado, apesar da sua simplicidade de aplicação, visto que os resultados dos demais modelos não são absolutamente superiores ao CAPM.

No Brasil, alguns pesquisadores buscaram propor maneiras de estimar o custo de capital com premissas locais, como Sanvicente e Minardi (1999), mas esbarraram nas restrições do mercado acionário brasileiro e no histórico das variáveis macro-econômicas do país, que desarticulam a hipótese do mercado brasileiro ser considerado eficiente. Neto e Lima (2008) propuseram um ajuste ao modelo CAPM no Brasil, adicionando uma variável que o ajustasse a volatilidade do mercado brasileiro, mas não observamos essa prática no Brasil.

A pesquisa que mais se aproxima do que propomos nessa dissertação foi realizada por Barbosa e Motta (2006), apresentada na conferência internacional GBATA, na Rússia, sobre as principais práticas de avaliação de empresas no Brasil, a partir das ofertas públicas de ações registradas entre 2002 e 2005 na Comissão de Valores Mobiliários. Podemos considerar que a presente pesquisa estende os dados até 2008, assim como incluímos um importante grupo de ofertas públicas, as ofertas iniciais de ações, que foram muito importantes para o mercado acionário brasileiro nos últimos anos.

Um estudo realizado por Procianoy e Cigerza (2007) com IPOs realizados na China, Índia e Brasil, entre 2004 e 2006, evidenciou retornos muito positivos dessas ofertas no curto prazo. No Brasil, a média dos retornos foi de 7,1%, mas o estudo mostrou que o Brasil foi o país cuja precificação se mostrou mais eficiente, pois o preço da oferta ficou mais próximo ao preço de fechamento do primeiro dia de negociação, o que aponta que, de certa forma, o que se aplica no Brasil tem algum fundamento.

Leal (1991) e Stiglitz (1990) apontaram, no início da década de 90, que os altos retornos iniciais das ofertas primárias de ações, e o baixo retorno das mesmas em períodos mais longos, seriam indícios de uma bolha especulativa baseados na premissa que os clientes nas ofertas apenas compravam, sem fundamento econômico, apenas na crença de que a sua venda posterior seria mais alta. Leal (1991) ainda sugeriu que o prestígio dos colocadores da oferta poderia também ter algum tipo de influência na confiança dos investidores.

Esse argumento contrariou a teoria de Tiniç (1988), onde o autor argumenta que os resultados elevados seriam provenientes de uma demanda muita elevada, que faria com que os investidores não consigam comprar o número de ações desejado, comprando então no dia da abertura. De fato, o tamanho da demanda foi a variável com maior grau de relevância no retorno de curto prazo apontado pelo modelo de regressão proposto por Procianoy e Cigerza (2007).

Finalmente, Casotti e Motta (2008) avaliaram as ofertas públicas que ocorreram no Brasil entre 2004 e 2006, através de uma abordagem por múltiplos e do custo de capital próprio através do modelo CAPM ajustado pelo risco país. Os autores comprovaram estatisticamente que os betas das empresas após 12 meses de negociação foram significativamente superiores aos betas utilizados nos modelos no momento do IPO, o que representaria uma superavaliação do valor da empresa no momento da oferta.