

**MOTIVAÇÕES ECONÔMICO-FINANCEIRAS PARA A ABERTURA DE CAPITAL A  
PARTIR DA ANÁLISE DE BALANÇO PATRIMONIAL: UM ESTUDO DE CASO NO  
SETOR DA CONSTRUÇÃO CIVIL**

***ECONOMIC AND FINANCIAL REASONS FOR THE OPENING OF CAPITAL  
FROM THE ANALYSIS OF BALANCE SHEET: A CASE STUDY IN THE CIVIL  
CONSTRUCTION SECTOR***

**Bruno César Linhares da Costa Silva**

Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN

E-mail: brunoclcs@yahoo.com.br

**Lana Viviane Linhares da Costa Silva**

Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN

E-mail: lanalinhars1@gmail.com

**Fernanda Cristina Barbosa Pereira Queiroz**

Universidade Federal do Rio Grande do Norte – UFRN

E-mail: fernandacbpereira@gmail.com

**Nilton Cesar Lima**

Universidade Federal de Alagoas - UFAL

E-mail: cesarlim@yahoo.com

**RESUMO**

O desempenho que a economia brasileira tem tido nos últimos anos tem tornado o mercado de capitais cada vez mais pujante, com maior participação de pessoas físicas e abertura de capital por diversas empresas. Um setor que tem acompanhado esse vigor é o da construção civil, o qual tem liderado em quantidade de empresas que passaram a negociar valores em bolsa. Assim, o presente artigo tem por objetivo inferir uma motivação econômico-financeira da recente abertura de capital de empresas da construção civil. Para isso, utiliza-se da pesquisa bibliográfica na contextualização do mercado de capitais e da abordagem metodológica do estudo de caso a partir da análise comparativa dos balanços patrimoniais da empresa MRV Engenharia e Participações S/A. Por fim, tecem-se considerações acerca da estrutura financeira e de liquidez da empresa em estudo rastreando causas para o início da negociação de ações em bolsa de valores.

**Palavras-chaves:** Mercado de Capitais. Balanço Patrimonial. Construção Civil.

**ABSTRACT**

Because of the performance that the Brazilian economy has experienced in recent years the capital market has become more vibrant, with greater participation of individuals and the opening of capital by various companies. One sector that has accompanied this moment is the civil construction, which has

lead in number of companies that trade values on the stock market in the last years. Thus, this paper aims to derive a financial-economic motivation of the recent opening of capital of civil construction companies. For this, it is used the literature in context of the capital market and the methodological approach of case study from the comparative analysis of company balance sheets of MRV Engenharia e Participações S/A. Finally, considerations are weaved about financial structure and liquidity of the company under study looking for causes for the start of trading of shares on stock exchanges.

**Key-words:** Capital Market. Balance Sheet. Civil Construction.

## 1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, tem-se assistido a diversas notícias acerca do bom andamento da economia Brasileira. Críticos, jornais e organismos internacionais vêm expondo e atestando isso. Como termômetro desse movimento, o mercado de capitais vem tornando-se cada vez mais pujante alcançando também bons resultados. Assim, o que se verifica nesse ambiente é a participação cada vez maior de pessoas físicas e a abertura de capitais de diversas empresas ao longo desses anos. A quantidade de companhias que passaram a negociar suas ações na bolsa de valores não é desprezível. As empresas de construção civil são maioria nesse conjunto.

Nesse sentido, o presente artigo parte do seguinte problema de pesquisa: *Qual a motivação econômico-financeira da abertura de capital de empresas da construção civil nos últimos anos?* Para isso, definiu-se como objetivo geral inferir uma motivação econômico-financeira da recente abertura de capital da MRV Engenharia e Participações S/A, uma empresa do setor da construção civil que se inseriu na bolsa de valores recentemente, no ano de 2007. Especificamente, espera-se: (i) Apresentar os conceitos e definições que regem o ambiente de mercado de capitais; (ii) Expor a importância e o estado do mercado de capitais no Brasil e (iii) Analisar o balanço patrimonial da MRV Engenharia e participações S/A rastreando a movimentação da entrada de capitais.

Este estudo mostra-se relevante, pois o mercado de capitais é a ligação que busca canalizar com fluidez recursos da poupança da sociedade para financiamento do setor produtivo de um país. Sendo assim, entender os mecanismos e estratégias que por ele passam é de extrema importância para o desenvolvimento de um país e para o estratégico processo decisório das empresas. Tendo em vista o estágio de economia emergente do Brasil, a tendência, quando se almeja o desenvolvimento, é a fortificação e dinamização do mercado de capitais. Isso se tem verificado diante do crescimento econômico por que passa o país nos últimos anos e é ainda mais

emblemático no setor da construção civil devido ao grande número de empresas que decidiram recentemente abrir seu capital para negociação em bolsa de valores.

Então, este estudo que será apresentado a seguir está organizado a partir desta seção introdutória, com a apresentação da metodologia utilizada na seção 2; uma apresentação conceitual acerca do mercado de capitais na seção 3; na seção 4, faz-se uma relação teórica entre a abertura de capital e o crescimento do mercado de capitais brasileiro, demonstrando o desempenho de destaque do setor da construção civil; na seção 5, faz-se a análise dos dados dos balanços patrimoniais do estudo de caso; e uma última seção expõe as considerações finais.

A metodologia através da qual este estudo se alicerça para o alcance do objetivo apresentado volta-se para o entendimento do contexto em que se insere o problema de pesquisa e para a análise e interpretação de dados contábeis, especificamente, o Balanço Patrimonial. Nesse sentido, faz-se uso da abordagem do estudo de caso a partir da análise comparativa dos balanços patrimoniais da empresa MRV Engenharia e Participações S/A entre o ano imediatamente antes de sua inserção no mercado de ações (2006) e os anos posteriores a essa inserção (2007, 2008, 2009 e 2010), conforme dados do Anexo 1. Essa abordagem metodológica convém, pois se trata de um “estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos, de maneira que permita seu amplo e detalhado conhecimento” (GIL, 2009, p. 54). Dessa forma, utiliza-se dos enfoques tradicionais de análise de estrutura de capital e liquidez e, para este último, também a utilização do Método de Fleuriet.

Sendo assim, vale-se da pesquisa bibliográfica para entendimento do setor, pois, conforme Gil (2009) trata-se de uma forma de estudo exploratório e de proporcionar familiaridade com a área proposta de análise. Também se faz uso da pesquisa documental devido ao tratamento analítico das Demonstrações Financeiras da companhia em estudo, as que não foram realizadas de acordo com os objetivos da pesquisa (GIL, 2009). Assim, tem-se uma pesquisa exploratória para exame dos relatórios contábeis a fim de definir um eixo econômico-financeiro que determina a abertura de capital. E, por fim, este estudo também se ampara na pesquisa quantitativa para produzir parâmetros para a definição da pesquisa qualitativa a qual

busca deduzir a motivação de abertura de capital. Em seguida, será iniciada a apresentação do que foi desenvolvido.

## **2. MERCADO DE CAPITAIS: CONCEITOS, CLASSIFICAÇÕES, ESTRUTURA E RISCOS**

O Mercado de Capitais é um sistema composto por bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras com o intuito de distribuição de valores mobiliários para proporcionar liquidez, capacidade de pagamento, aos títulos de emissão de empresas e viabilizar o processo de capitalização delas. Dessa forma, fomenta a circulação de capital necessário ao desenvolvimento econômico (BOVESPA, 2008).

Para Assaf (2003), o mercado de capitais é um elo entre os agentes de poupanças - os investidores - e os agentes deficitários - os carentes de recursos para investimento - por meio de diversas modalidades de financiamento. Esse elo tem a finalidade de prover um ambiente que balanceie as poupanças e os déficits de recursos, municiando recursos permanentes para a economia.

Nesse mercado são negociados títulos, ou seja, papéis representativos de capital de empresa ou de empréstimos tomados via mercado de capitais. No primeiro caso, são as ações e, no segundo, os títulos podem ser as debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e "*commercial papers*". Não obstante, o mercado de capitais atua também com atividades que se desdobram e dependem dessas anteriores, as quais são chamadas de derivativos, tais como direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação (BOVESPA, 2008).

A depender do momento da negociação desses títulos, o mercado de capitais pode ser definido em mercado primário ou mercado secundário. A primeira definição refere-se a quando a transação ocorre pela primeira vez. As negociações posteriores, compras e vendas de títulos já lançados no mercado primário, ocorrem no mercado secundário (ASSAF, 2003).

Da mesma maneira as ações podem ser classificadas em dois tipos: Ordinárias – que conferem direito a voto nas assembleias dos acionistas - ou preferenciais - que, como o próprio nome já nos diz, têm a preferência na distribuição dos dividendos (SUCENA *et al*, 2011, p. 3).

O investimento no mercado de ações pode significar rentabilidade por duas vias: por valorização do valor das ações e/ou pela distribuição de dividendos – parte do lucro auferido pelas empresas e juros provenientes do capital investido (LANZARINI *et al*, 2010).

Outra classificação comum no mercado de capitais é quanto às modalidades de se operá-lo e que podem ser: mercado à vista, mercado de opções, mercado à termo e mercado de futuros. O mercado à vista acontece quando a entrega física dos títulos negociados ocorre no segundo dia útil após a realização da transação na bolsa. No mercado de opções são negociados os direitos sobre as ações, de comprar e vendê-las. As negociações de ações para liquidações futuras e formalizadas por meio de contrato com preço e prazo estabelecidos ocorrem no Mercado à Termo. E, mercado de futuros é onde se transacionam o compromisso de compra ou venda futura, ao preço de mercado em data específica no futuro (ASSAF, 2003; MELLAGI *et al*, 2003).

Para esse mercado funcionar, necessita-se de toda uma retaguarda, em termos estruturais, reguladora e operacional (ver TABELA 1). Essa infraestrutura é o Sistema Financeiro Nacional (SFN) formado, segundo Mellagi *et al* (2003), em sua divisão normativa, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, em sua divisão operacional, pelas Instituições Bancárias, Não-Bancárias, Sistema Distribuidor de Títulos e Valores Mobiliários e Agentes Especiais. Essas estruturas atuam em todo o Mercado Financeiro, contudo, especificamente, atuando na intermediação do mercado de capitais, existem as Sociedades Corretoras, Sociedades Distribuidoras, Bancos de Investimento, Bancos Múltiplos com Carteira de Investimento e os Agentes Autônomos de investimento. O esquema de composição do Sistema Financeiro Nacional está apresentado na Tabela 1.

Entretanto, segundo Duarte (2005), “O risco está presente em qualquer operação financeira”, e logicamente, não seria diferente nas negociações no mercado de capitais. Esse mercado, sendo um mercado de títulos, segue a proposição da substituição Risco/Retorno, ou seja, oferecem uma probabilidade de maior retorno contrabalanceado com um maior risco (KANE *et al*, 2000).

Tabela 1 - Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

Órgãos normativos	Entidades supervisoras	Operadores		
		Instituições financeiras	Demais instituições financeiras	
Conselho Monetário Nacional - CMN	Banco Central do Brasil - BACEN	captadoras de depósitos à vista	Bancos de Câmbio	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros
	Comissão de Valores Mobiliários - CVM	Bolsas de mercadorias e futuros	Bolsas de valores	
Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP	Superintendência de Seguros Privados - Susep	Resseguradores	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização
Conselho Nacional de Previdência Complementar - CNPC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC			Entidades abertas de previdência complementar
		Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)		

Fonte: BM&F BOVESPA (2011).

As fontes de incertezas são duas: as condições econômicas gerais e as influências específicas de cada empresa. A primeira, como taxa de juros e de inflação, afetam de maneira comum todas as firmas e configuram o que se chama de risco sistemático, da qual não se poder fugir, ainda com a diversificação de carteiras de investimentos. A diversificação atua nas fontes de incertezas específicas de cada empresa à medida que compensa perdas em algumas firmas com ganhos em outras, aproveitando-se das especificidades dos riscos de cada firma, inexistindo correlação positiva entre si (KANE *et al*, 2000).

Os fatores de risco, segundo Duarte (2005), podem ser definidos em quatro dimensões. A dimensão risco de mercado diz respeito aos fatores de mercado e comuns às firmas como as taxas de câmbio, juros e inflação. O risco operacional está relacionado à probabilidade de falhas nas práticas, nos sistemas e/ou nos controles internos das empresas. O risco de crédito é definido pelas incertezas em honrar compromissos. E o risco legal faz referência à violação de legislação e contrato, reinterpretação e novos tributos. Dessa forma, as ações do mercado de capitais podem variar de acordo com especificidades das empresas ou do mercado. Uma forma de se mensurar isso é através dos índices. O índice Ibovespa, o mais conhecido, foi criado em 02/01/1968 e baseia-se em uma carteira de investimento teórica. Dessa forma, ele representa o desempenho médio das ações negociadas no mercado de ações brasileiro, demonstrando as variações de preços das ações e seus impactos (ASSAF NETO *et al*, 2011). Consideram-se, na composição desse índice, apenas as ações com alto grau de negociabilidade, representando 80% do volume negociado no mercado a vista e com 80% de presença nos pregões da bolsa, nos últimos 12 meses. Os índices divulgados pela BMF&BOVESPA indicam o desempenho de um conjunto de papéis, mostrando sua variação ao longo do tempo. Dessa forma, por demonstrar a valorização das ações, funciona como um termômetro do mercado econômico nacional (ASSAF, 2011). O IBOVESPA é o mais importante desses índices devido sua tradição metodológica e representatividade dos papéis que são transacionados no mercado brasileiro (ASSAF, 2011). Ele é apurado em tempo real a partir de ações negociadas de forma instantânea no mercado a vista, com divulgação on-line (ASSAF, 2003).

### **3. ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS E CRESCIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Quando uma empresa adentra no mercado de capitais, diz-se que ela abriu seu capital. Essa abertura significa financiamento a partir de lançamento ao público de ações representativas do capital corporativo. Justifica-se pela necessidade de altos investimentos cujos custos das modalidades tradicionais de financiamento tornam esses investimentos inviáveis e o autofinanciamento é aquém dessa necessidade.



Para que haja o crescimento econômico é necessário canalizar recursos oriundos da poupança para os investimentos produtivos. Existem três formas para associar poupança ao investimento: o autofinanciamento das empresas, o autofinanciamento governamental e o financiamento por meio de mercados financeiros (LANZARINI *et al*, 2010).

Para isso a empresa deve primeiro registra-se como “Companhia Aberta” na Comissão de Valores Mobiliários e ser uma Sociedade Anônima (S.A.). (ASSAF, 2003). As etapas de abertura de capital está apresentada na Tabela 2.

O primeiro procedimento formal para a empresa abrir o capital é protocolar um pedido de registro de companhia na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é o órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro. Simultaneamente ao pedido perante a CVM, a empresa também pode solicitar a listagem na BM&FBOVESPA. Somente as empresas que obtêm esse registro podem ter suas ações e debêntures negociadas na Bolsa (BM&FBOVESPA, 2011).

Tabela 2 - Etapas para abertura do capital de empresas

---

**As 12 etapas e suas descrições**

---

- 1ª etapa: definição das características da operação
- 2ª etapa: contrato de distribuição de valores mobiliários
- 3ª etapa: adaptação do Estatuto e outros procedimentos legais
- 4ª etapa: elaboração do prospecto
- 5ª etapa: processo de Registro junto à CVM
- 6ª etapa: processo de Registro normal em Bolsa
- 7ª etapa: aviso ao Mercado e roadshow**
- 8ª etapa: período de Reserva e Bookbuilding**
- 9ª etapa: obtenção do Registro CVM e Anúncio de Início
- 10ª etapa: subscrição e Liquidação dos novos títulos ou leilão em Bolsa
- 11ª etapa: início de Negociação em Bolsa ou em mercado de Balcão organizado
- 12ª etapa: anúncio de Encerramento

---

Fonte: BM&F BOVESPA (2011).

Esse processo de abertura provoca uma forte mudança na estrutura de capital das empresas, ou seja, no como está distribuído o capital próprio e o capital de terceiros no financiamento dos ativos. Entretanto, o estudo da estrutura de capital das empresas não possui uma resposta pronta e unânime sobre qual é a melhor ou mais adequada estrutura de capital para uma organização (BASTOS *et al*, 2009; COUTO; FERREIRA, 2010).

Algumas teorias, como a *Trade-off*, colocam que existe uma estrutura ótima de capital capaz de maximizar o valor da empresa, pois conforme aumenta-se o endividamento, aumenta-se o benefício fiscal e, em contrapartida, esse aumento de endividamento é limitado pelo crescimento dos custos das dificuldades financeiras. Já para teoria do *PeckingOrder*, esse nível ótimo de endividamento não se configura tendo em vista que há preferência por recursos próprios, por realimentar os lucros como fonte de financiamento, sempre na perspectiva de contrabalancear os ativos estabelecidos com as oportunidades de crescimento. E a teoria dos custos de agência, em uma visão de relação contratual cujas partes estão em busca do melhor benefício, apresenta que certo nível de endividamento de uma empresa traria maiores oportunidades de crescimento, mas um fluxo de caixa maior decorrente disso poderia mudar o comportamento do administrador, voltando-se para seu benefício. Esse comportamento contrário à maximização do valor da empresa é considerado um custo de agência. Por isso, é positivo um maior endividamento, pois tornam as decisões menos arbitrárias, reduzindo custos, apesar de diminuir a flexibilidade da empresa para a tomada de decisão futura (BASTOS *et al*, 2009).

A estrutura de capital de uma empresa é voltada mais para o endividamento quanto maior for seu tamanho, quanto mais ativos tangíveis possuir, quanto maior sua lucratividade e menor for o valor de mercado da empresa sobre o valor contábil (BASTOS *et al*, 2009). Esses conceitos de estrutura de capital estão intimamente ligados a outros que ocorrem no mercado de capitais: o de concentração e pulverização. Considera-se que o capital de uma empresa está pulverizando quando há uma dispersão de ações em um grande número de investidores, ou seja, a estrutura de capital da empresa é em sua maioria constituída por recursos de terceiros. A pulverização é maior quanto mais desenvolvida for a economia de um país, pois os mercados de capitais são mais desenvolvidos, com maior número de acionistas, a capacidade de poupança é elevada e a cultura de investir em ações é mais disseminada. Nesse tipo de mercado, as ações ordinárias são mais atraentes que as preferenciais, ou seja, há maior interesse pelo controle da companhia (ASSAF NETO *et al*, 2011).

O processo de pulverização no Brasil é recente devido à busca pelo crédito e aumento da escala produtiva. Isso decorre da estabilização da economia, do crescimento das empresas, da expansão dos negócios, do movimento de privatizações, das aberturas de capital e dos investimentos da indústria, atrelado, ainda, ao grau de investimento atribuído pelas agências de classificação de risco (RAPAPPORT, 2009; VIEIRA *et al*, 2006). A Tabela 3 mostra a participação dos setores econômicos no montante de empresas que abriram o capital entre os anos de 2004 e 2011 onde é perceptível o desempenho de destaque do setor da construção civil. A concentração acionária, através do direito do controle (voto), tem efeitos sobre o desempenho das empresas quando os benefícios privados do comando concentrado sobrepõem-se aos interesses dos investidores ou ao objetivo da maximização do valor da empresa. A desconcentração diminui os custos das empresas à medida que mitiga a perseguição desses benefícios à custa dos demais investidores. Além disso, diminui os custos relacionados ao risco, pois se configura como um capital diversificado, mitigando o excesso de conservadorismo que traz ineficiência na maximização do valor da empresa (ASSAF NETO *et al*, 2011).

Tabela 3 - Empresas que abriram capital entre 2004 e 2011, classificadas por setor

<b>CLASSIFICAÇÃO SETORIAL</b>	<b>Qnt.</b>	<b>Porcentagem</b>
Acúcar e Alcool	4	3%
Agricultura	2	1%
Água e Saneamento	1	1%
Alimentos	1	1%
Alimentos Diversos	1	1%
Aluguel de Carros	1	1%
Bancos	11	8%
Calçados	1	1%
Carnes e Derivados	3	2%
Computadores e Equipamentos	2	1%
<u>Construção Civil</u>	<u>20</u>	<u>15%</u>
Corretora de Seguros	1	1%
Eletrodomésticos	1	1%
Energia Elétrica	6	4%
Equipamentos Elétricos	1	1%
Exploração de Imóveis	8	6%
Exploração de Rodovias	3	2%
Exploração e/ou Refino	4	3%
Fertilizantes e Defensivos	2	1%

Fios e Tecidos	1	1%
Gestão de Recursos e Investimentos	2	1%
Hotelaria	1	1%
Intermediação Imobiliária	2	1%
Intermediários Financeiros	1	1%
Laticínios	1	1%
Madeira	1	1%
Máquinas e Equipamentos	1	1%
Materiais Diversos	1	1%
Material Rodoviário	1	1%
Medicamentos	2	1%
Medicamentos e Outros Produtos	1	1%
Minerais Metálicos	1	1%
Motores, Compressores e outros	1	1%
Produção de Eventos e Shows	1	1%
Produtos de Uso Pessoal	1	1%
Produtos Diversos	3	2%
Programas de Fidelização	1	1%
Programas e Serviços	3	2%
Restaurantes e similares	1	1%
Seguradoras	2	1%
Serv. Méd. Hospit. Análises e Diagnósticos	6	4%
Serviços de Apoio e Armazenagem	2	1%
Serviços Diversos	3	2%
Serviços Educacionais	4	3%
Serviços financeiros diversos	5	4%
Tecidos, Vestuário e Calçados	3	2%
Telefonia Fixa	1	1%
Transporte Aéreo	2	1%
Transporte Ferroviário	1	1%
Transporte Hidroviário	1	1%
Transporte Rodoviário	2	1%
Sem Definição	2	1%
	<b>134</b>	<b>100%</b>

Fonte: BM&FBOVESPA, 2011.

Entretanto, a legislação brasileira atual que rege as sociedades por ações define que o capital ordinário deve ter, no mínimo, 50% do total das ações emitidas pela companhia. A emissão de ações preferenciais (sem direito a voto) contribui para a manutenção desse quadro à medida que essas ações apenas garantem propriedade, mas não controle acionário. Para se ter uma ideia, um levantamento na Bovespa entre 1998 e 2002, 76,1% das ações emitidas com direito a voto, em

média, estavam nas mãos de um único investidor. As empresas de capital aberto no Brasil possuem grande concentração de capital e de controle acionário, limitando o rápido crescimento do mercado de capitais e deixando o sistema vulnerável às manipulações que podem ser exercidas pelos especuladores (ASSAF NETO *et al*, 2011; LANZARINI *et al*, 2010).

Nesse sentido, para mudar esse panorama, a BOVESPA criou em 2002 um programa de popularização do mercado de ações. A Governança corporativa e o *Home Broker* são elementos que ajudam na consecução desse objetivo.

Então, diante desse cenário de tendência ao crescimento e diversificação do mercado financeiro brasileiro, tornando-se acessível ao pequeno investidor, necessita-se de transparências nas práticas gerenciais, diminuindo a assimetria informacional entre gestores e investidores, a fim de atraí-los pela atenuação do risco sobre o capital. A esse processo dá-se o nome de Governança Corporativa (VIEIRA *et al*, 2006).

A influência cada vez maior do capital externo nas empresas brasileiras tem estimulado profundas reformas nos métodos de gerenciamento empresarial (CARNEIRO, 2009, p. 63).

Dentro dessa perspectiva, a BOVESPA criou em 2000 segmentos de listagem com regras de Governança Corporativa. São elas: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais. Os níveis de governança decaem nessa ordem. Nesses segmentos, o Novo Mercado é para as empresas que se comprometem voluntariamente a adotar práticas adicionais de governança corporativa (VIEIRA *et al*, 2006).

O novo mercado é uma iniciativa lançada pela BOVESPA em dezembro de 2000 com a finalidade de aprimorar e fortalecer o mercado de capitais. O objetivo é oferecer maior transparência e segurança aos investidores, respeito aos minoritários e melhor preço e custo de captação para as empresas (SUCENA *et al*, 2011, p. 3).

Ainda, em 2005, os pregões com viva-voz foram encerrados no mercado de ações da BOVESPA e passou-se a utilizar o *Home Broker*. A partir da utilização do

*Home Broker* nas operações da BOVESPA, aumentou a participação do investidor pessoa física no mercado de capitais (PIAZZA, 2009).

Segundo a BOVESPA (2011), as principais vantagens de utilização do *Home Broker* são: recebimento da confirmação de ordens executadas; agilidade no cadastramento e no trâmite dos documentos; acompanhamento de sua carteira de investimentos; acesso às cotações; envio de ordens imediatas ou programadas.

#### **4. ESTUDO DE CASO**

Como foi descrito no referencial teórico, o mercado de capitais brasileiro tem apresentado grandes transformações e crescimento e a construção civil tem tido uma posição de destaque nesse processo. Dois motivos para aprofundar estudos e entender as motivações para esse quadro.

Assim, na perspectiva apresentada por Dutra *et al* (2010), o presente estudo de caso utiliza-se da área contábil para prognosticar esse destaque da construção civil em uma abordagem de relacionamento entre as informações contábeis e o mercado de capitais. Então, apresentar-se-á o setor e a empresa em estudo, as análises realizadas e os resultados encontrados.

##### **4.1 O setor da Construção Civil**

O setor da construção civil é de grande importância no âmbito econômico de um país. O crescimento de uma nação se finca em bases infraestruturais as quais são proporcionadas pela construção civil. Enfim, além da contribuição própria do setor, ainda há o efeito multiplicador dos resultados produtivos que são gerados pelas obras concluídas.

Nos últimos anos, o Brasil tem vivenciado um grande levante de crescimento da construção civil, puxado não somente pelo próprio aumento do nível de renda da população e crescimento do país, mas também por fortes investimentos governamentais na infraestrutura do país, através de programas como o PAC

(Programa de Aceleração do Crescimento) e incentivos no sentido de diminuição do déficit habitacional, que segundo dados do Ministério das Cidades (2011), corresponde a 5,546 milhões de domicílios, ou seja, uma enorme demanda até então reprimida e que agora e ao mesmo tempo tem a oportunidade de ter a casa própria.

## **4.2 A Empresa**

A empresa objeto deste estudo é a MRV Engenharia e Participações S/A e que atua no setor da construção civil através da administração de bens próprios, incorporação, construção e comercialização de imóveis próprios ou de terceiros e a prestação de serviços de engenharia. Trata-se de uma empresa com características de atuação estratégicas diferenciadas.

Ela atua no segmento de empreendimentos residenciais populares há 31 anos baseado em um sistema de produção padronizado em três tipos de produtos, permitindo, assim, ganhos em escala. Além disso, possui uma diversificação de investimentos em 17 estados através de 90 municípios, aumentando a capacidade e as expectativas de crescimento, o *know-how* da empresa sobre o mercado, criando barreira à entrada de concorrentes e atenuando os riscos de mudanças localizadas. Sendo assim, faz parte da atuação da empresa a estratégia de expansão geográfica.

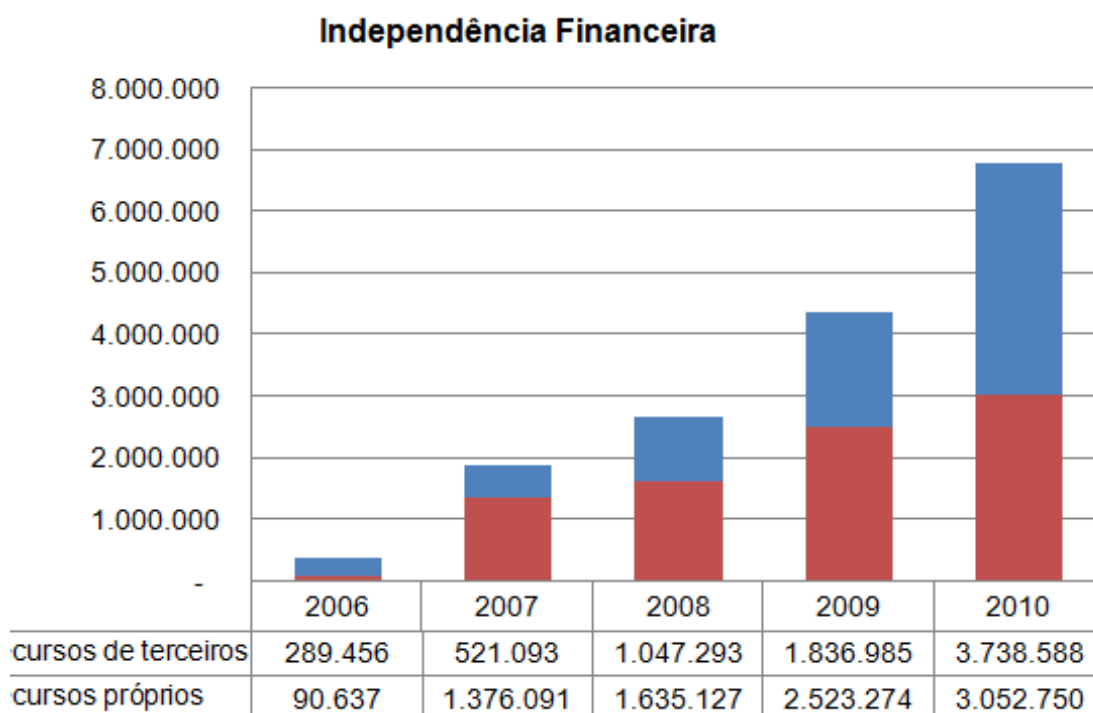
Nesse sentido, em 13 de julho de 2007, a empresa tornou-se uma sociedade de capital aberto com negociação em bolsa de valores, no Novo Mercado. Segundo dados do site da companhia, “os recursos captados estão sendo destinados para aquisição de terrenos, incorporação de novos empreendimentos, construção de empreendimentos lançados e manutenção do capital de giro” (MRV Engenharia, 2011).

## **5. ANÁLISE DOS DADOS**

### **5.1 Independência Financeira**

Partindo da análise da Independência Financeira (ver Figura 1 e Tabela 4), ou seja, da relação entre capital próprio e de terceiros, tem-se que no ano de inserção da empresa no mercado de ações ocorre um considerável aumento de capital próprio. Entretanto, nos anos seguintes mostra-se um esforço para uma diminuição da proporção desse capital com relação à de terceiros, pelo aumento deste último.

Figura 1 - Evolução da Independência Financeira



Fonte: Autores, Dez/2012

Tabela 4 - Evolução do Índice de Independência Financeira, em porcentagem

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Independência Financeira</b>	24%	73%	61%	58%	45%

Fonte: Autores, Dez/2012



## 5.2 Segurança Financeira

A relação entre fontes de Longo Prazo (LP) e fontes de Curto Prazo (CP) é demonstrada pelo índice de Segurança Financeira (ver Figura 2 e Tabela 5). Pode-se perceber que, após a entrada no mercado de ações, houve um expressivo aumento de fontes de LP e que se mantém acima dos 70%. Ainda, pelo gráfico, pode-se dizer que a diminuição da independência financeira verificada na subseção anterior está sendo feita prioritariamente pelo aumento de fontes de LP.

## 5.3 Estrutura de Investimentos

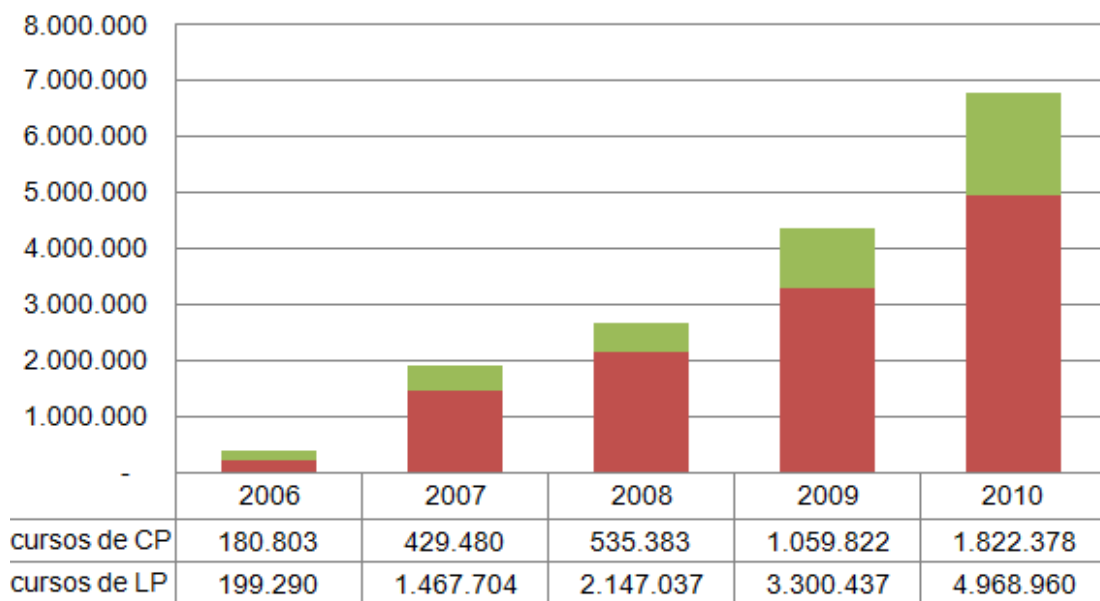
Os dados acerca da estrutura de investimento (ver Figura 3 e Tabela 6) mostra a distribuição da aplicação de recursos entre investimentos de CP e investimentos de LP. Pela análise desse gráfico, é perceptível que os recursos de fontes de LP verificado na subseção anterior estão sendo canalizados em maior proporção para investimentos de CP tendo em vista que é no grupo de contas de CP onde estão os maiores volumes de recursos.

## 5.4 Estrutura de Financiamento

Essas últimas constatações são ainda mais claras quando se verifica o gráfico e os dados da estrutura de financiamento (ver Figura 4 e Tabela 7). Eles mostram que o aumento de fontes de LP não foi acompanhado na mesma proporção em investimentos no LP. Isso demonstra aumento nos investimentos operacionais e em uma política de aumento da liquidez da organização, prováveis motivos para abertura do capital pela MRV.

Figura 2 - Evolução da Segurança Financeira

### Segurança Financeira



Fonte: Autores, Dez/2012

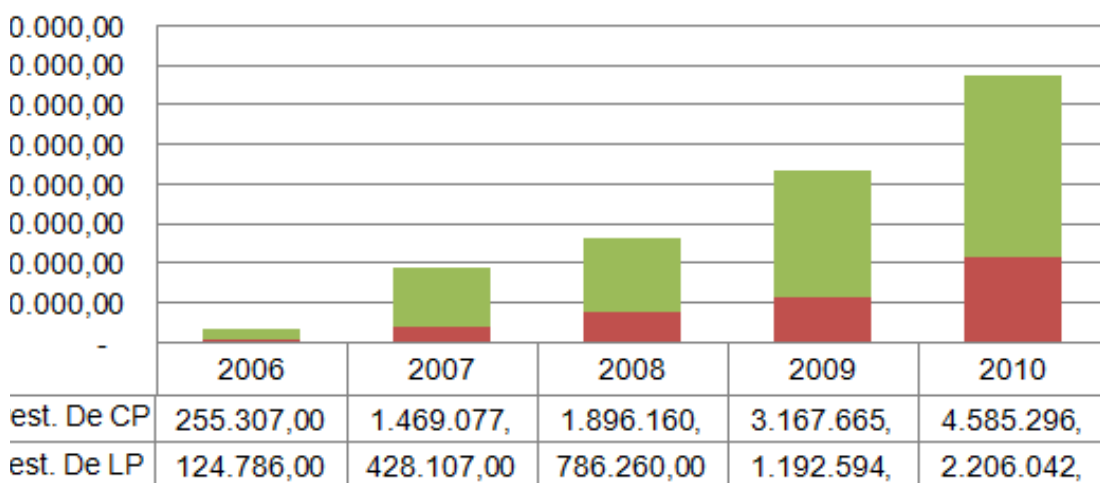
Tabela 5 - Evolução do Índice de Segurança Financeira, em porcentagem

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Segurança Financeira</b>	52%	77%	80%	76%	73%

Fonte: Autores, Dez/2012

Figura 1 - Evolução da Estrutura de Investimentos

### Estrutura dos Investimentos



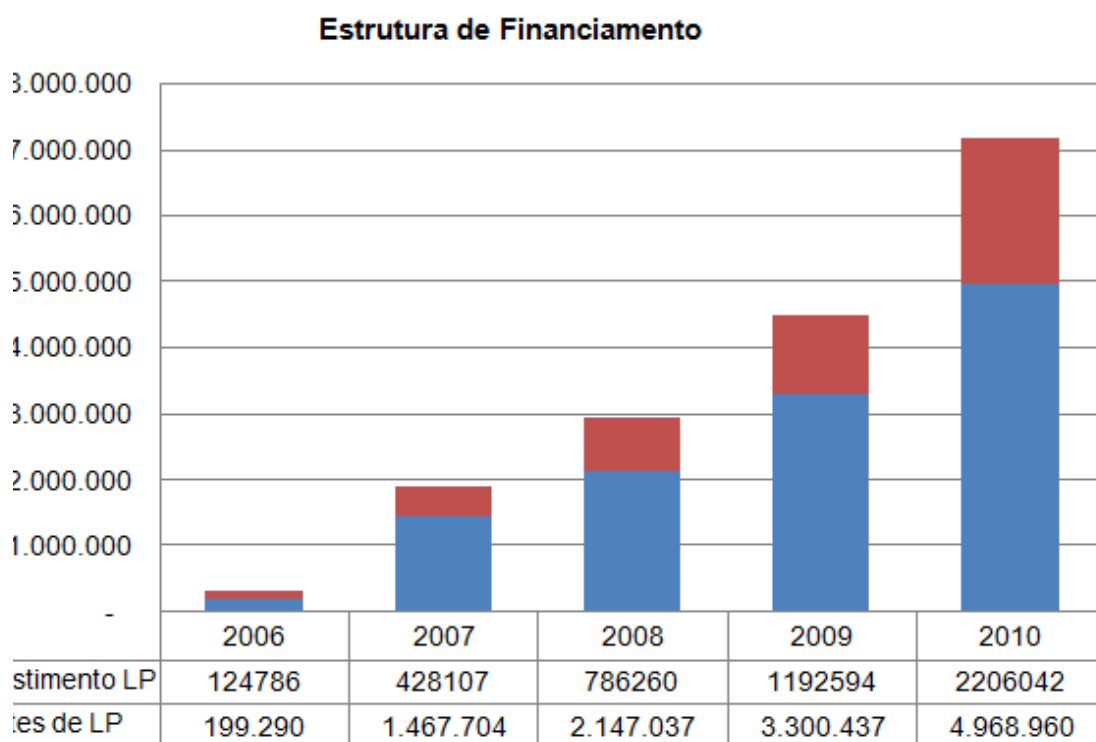
Fonte: Autores, Dez/2012

Tabela 6 - Evolução do Índice de Estrutura de Investimentos, em porcentagem.

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Estrutura dos Investimentos</b>	32,83%	22,57%	29,31%	27,35%	32,48%

Fonte: Autores, Dez/2012

Figura 4 - Evolução da Estrutura de Financiamento



Fonte: Autores, Dez/2012

Tabela 7 - Evolução do Índice de Estrutura de Investimentos

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Estrutura de Financiamento</b>	1,597	3,428	2,730	2,767	2,252

Fonte: Autores, Dez/2012

## 5.5 Análise da Liquidez

Tendo em vista a constatação de direcionamento de recursos para investimentos no curto prazo, é indispensável uma análise da liquidez da empresa a fim de inferir sobre necessidades de melhorias na capacidade de pagamento, de honrar compromissos, ou acerca de necessidades de investimentos operacionais.

A análise dos índices de liquidez tradicionais está representada na Tabela 8 e Figura 5. A Liquidez Geral trata-se da simples relação entre ativo e passivo circulante. A Liquidez Reduzida desconsidera o valor dos estoques, por se tratar de itens de menor liquidez. E a Liquidez Imediata considera apenas os recursos que estão disponível imediatamente.

O que se percebe é que todos os índices do ano anterior à abertura de capital da MRV estão com valores menores aos alcançados nos anos posteriores.

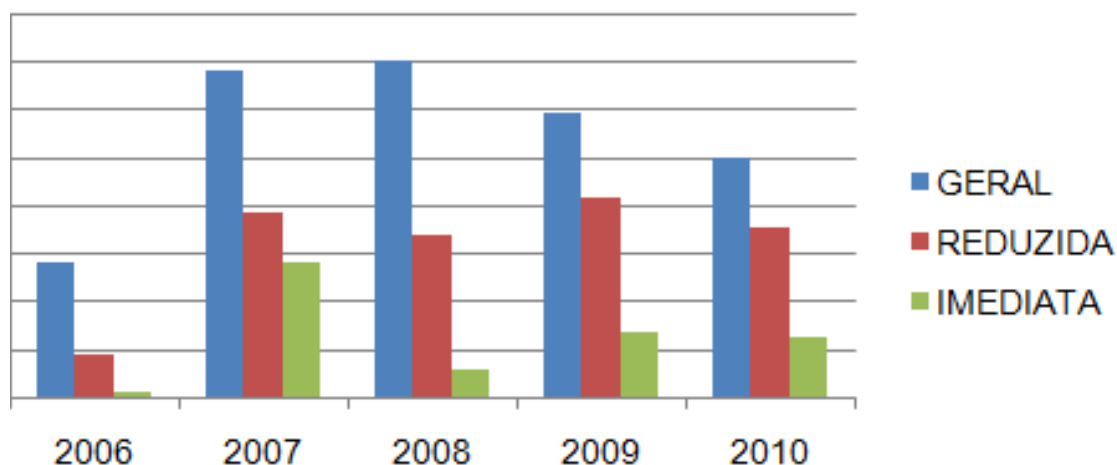
Tabela 8 - Índices de Liquidez Tradicionais e sua evolução

<b>LIQUIDEZ</b>	2006	2007	2008	2009	2010
<b>GERAL</b>	1.412073	3.420595	3.541689	2.988865	2.516106
<b>REDUZIDA</b>	0.43887	1.928118	1.700672	2.095684	1.76934
<b>IMEDIATA</b>	0.051835	1.409556	0.280351	0.673651	0.640352

Fonte: Autores, Dez/2012

Figura 5 - Evolução dos Índices de Liquidez Tradicionais

## Liquidez



Fonte: Autores, Dez/2012

Uma vez que esses índices tradicionais não apreciam o ciclo operacional e podem passar a ideia de insuficiência sem considerar a relação entre prazos de pagamento e recebimento, trata-se, portanto, de uma análise não muito eficaz. Nesse sentido, para conclusões de maior confiabilidade, faz-se uso da Metodologia de Análise de Liquidez de Fleuriet na Tabela 9.

Mais uma vez, através dos resultados do Saldo de Tesouraria (ST), reafirma-se que no ano imediatamente anterior à inserção da empresa MRV no mercado de ações havia dificuldades no que tange à liquidez. A verificação do gráfico da Figura 6 demonstra o que se conceitua de Efeito Tesoura: quando as Necessidades de Capital de Giro (NCG) superam o volume de Capital de Giro (CDG) que se possui.

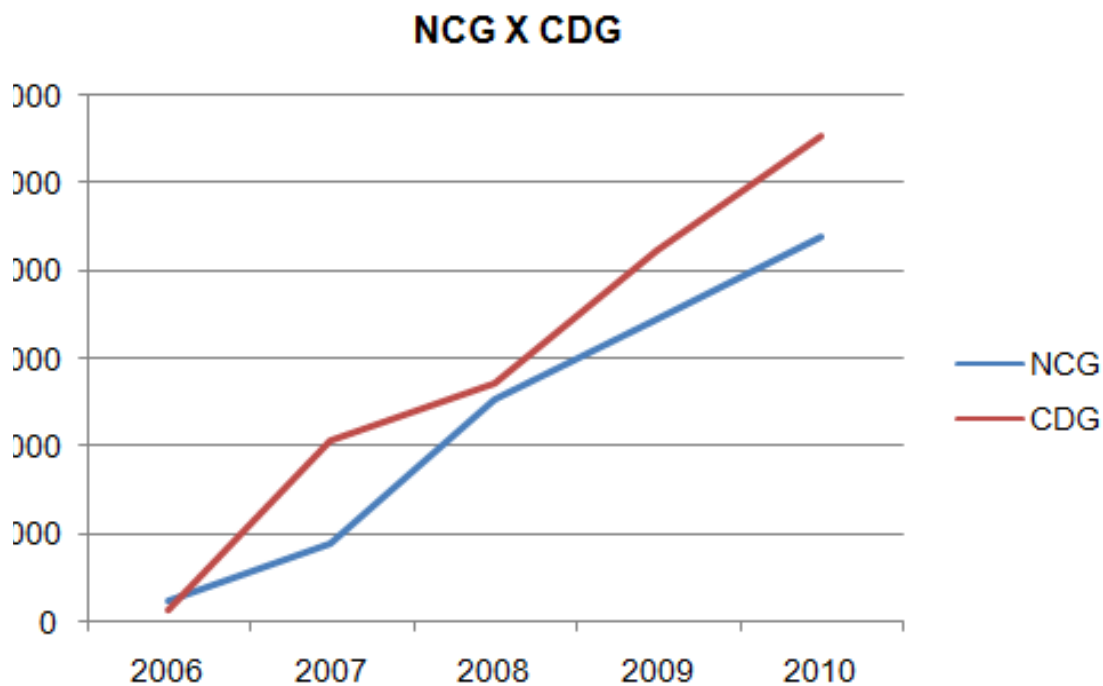
Tabela 9 - Memorial de Cálculo da Metodologia de Análise de Liquidez de Fleuriet

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>ATIVO OPERACIONAL</b>	243671	850793	1687130	2395986	3315871
<b>PASSIVO OPERACIONAL</b>	119746	403733	413256	671469	1124009
<b>NCG</b>	123925	447060	1273874	1724517	2191862
<b>PASSIVO PERMANENTE</b>	199290	1467704	2147037	3300437	4968960

<b>ATIVO PERMANENTE</b>	124786	428107	786260	1192594	2206042
<b>CDG</b>	74504	1039597	1360777	2107843	2762918
<b>ATIVO FINANCEIRO</b>	11636	618284	209030	771679	1269425
<b>PASSIVO FINANCEIRO</b>	61057	25747	122127	388353	698369
<b>ST</b>	-49421	592537	86903	383326	571056

Fonte: Autores, Dez/2012

Figura 2 – Relação gráfica entre Necessidades de Capital de Giro (NCG) e Capital de Giro (CDG)



Fonte: Autores, Dez/2012

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo demonstrou através de um caso específico um modelo analítico de possíveis fatores para a abertura de capital de empresas da construção

civil mediante a exploração de dados provenientes dos balanços patrimoniais das empresas. No caso exposto, a hipótese da necessidade de incrementar os índices de liquidez e, por isso, a canalização de recursos da abertura de capital para o CP, é presumida através da análise dos índices de liquidez. Com isso foi possível supor a existência de uma política de expansão das operações da empresa a qual requereu custos em um nível mais rápido que a geração de receitas, prejudicando a liquidez. Logo, a motivação econômico-financeira para abertura de capital poderá estar na regularização da liquidez para uma saudável expansão operacional.

Entretanto, não é possível conferir total autoridade a estas inferências tendo em vista não haver ponderações acerca dos contextos econômico e setorial da construção civil, os quais podem justificar situações, aparentemente anormais, como próprias do ramo ou da conjuntura de mercado. Ainda assim, trata-se de uma pesquisa válida por apresentar descritivamente uma metodologia de diagnóstico, mesmo que localizada, tendo em vista ser adequada à consecução de análises corporativas com escopo interno ou ainda ser base para realizar essas análises de forma sistêmica, entendendo as devidas relações entre o objeto de estudo e o todo.

Nesse sentido, sugerem-se trabalhos que situem as análises realizadas em seus devidos contextos econômicos e comparem os resultados com índices médios do setor, referentes a cada período analisado. Dessa maneira, será possível fazer inferências locais e globais a partir de uma visão panorâmica das conexões entre os ambientes interno e externo.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A.; LIMA, Fabiano G.; ARAUJO, A. M. P. de. **A realidade da concentração do capital no Brasil: um estudo comparativo com outras economias emergentes**. Acesso em 24 de abr. 2011. Disponível em:[http://www.institutoassaf.com.br/downloads/ARTIGO\\_CONCENTRACAO\\_DO\\_CAPITAL\\_NO\\_BRASIL.pdf](http://www.institutoassaf.com.br/downloads/ARTIGO_CONCENTRACAO_DO_CAPITAL_NO_BRASIL.pdf).

ASSAF NETO, Alexandre. **Os diversos índices da BM&F BOVESPA**. Disponível em: [http://www.institutoassaf.com.br/downloads/ANALISE\\_10\\_FEV\\_2010.pdf](http://www.institutoassaf.com.br/downloads/ANALISE_10_FEV_2010.pdf). Acesso em 24 de abr. 2011.

\_\_\_\_\_. Mercado financeiro. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 400p. ISBN: 8522433917.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Financeiro Nacional – Composição. Acesso em 14 maio. 2011. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>

BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro, BASSO, Leonardo Fernando Cruz. **Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais**. *RAM, Rev. Adm. Mackenzie (Online)* [online]. 2009, vol.10, n.6, pp. 47-77. ISSN 1678-6971.

BM&F BOVESPA. **Acesso Direto ao Mercado – Tradicional (home broker)**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-negociacao/acesso-direto-ao-mercado-dma/tradicional-home-broker.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em 07 de mai. 2011.

\_\_\_\_\_. **Empresas - Como abrir capital**. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_abertura\\_capital\\_como\\_abrir.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_abertura_capital_como_abrir.asp). Acesso em 24 de abr. 2011.

\_\_\_\_\_. **Mercado de Capitais – Introdução**. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, 2008.

CARNEIRO, Thiago Dantas, COIMBRA, Ricardo Aquino. **Práticas de governança corporativa no setor de construção civil brasileiro**. *Revista da FA7*, jan-jul. 2009, vol. 1, nº 7. p.63-90.



COUTO, Gualter, FERREIRA, Sofia. **Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20**. *Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão*, jun. 2010, vol.9, n.1-2, p.26-38. ISSN 1645-4464.

DUARTE JÚNIOR, Antonio Marcos. *Gestão de riscos para fundos de investimentos*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005. 182 p.

DUTRA, H. M., ALBERTON, L., SILVA, T. V., BORNIA, A. C. **O ativo diferido das empresas que entraram para o mercado de capitais no ano de 2007: uma análise empírica**. *Revista Catarinense da Ciência Contábil – CRCSC*, Florianópolis, v. 8, n. 24, p. 59-80, ago./nov. 2009.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. 12. reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.

KANE, Alex et al. *Fundamentos de investimentos*. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000. 632 p.

LANZARINI, J. J. S., QUEIROZ, F. C. B. P, QUEIROZ, J. V., VELOSO, N., HÉKIS, H. R. **O processo de desconcentração e pulverização dos investimentos e a popularização do mercado de ações brasileiro pós 2001**. *Revista Catarinense da Ciência Contábil – CRCSC*, Florianópolis, v. 9, n. 26, p. 45-61, abr./jul. 2010.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2003. 382 p.

Ministério das Cidades. Secretaria Nacional de Habitação. **Déficit habitacional no Brasil 2008**. Fundação João Pinheiro, Centro de Estatística e Informações: Brasília, 2011.

MRV Engenharia e Participações S/A. **Demonstrações Financeiras 2008**. DelloiteToucheTohmatsu Auditores Independentes, 2009.

\_\_\_\_\_. **Demonstrações Financeiras 2010.**  
DelloiteToucheTohmatsu Auditores Independentes, 2011.

\_\_\_\_\_. **Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas referentes ao período de 31 de maio a 31 de dezembro de 2006 e Parecer dos Auditores Independentes.**  
DelloiteToucheTohmatsu Auditores Independentes, 2007

\_\_\_\_\_. **Histórico e Perfil Corporativo.**  
Disponível em: <http://ri.mrv.com.br/historico.aspx>. Acesso em maio de 2011.

PIAZZA, Marcelo C. **Bem-vindo à bolsa de valores: chegou a sua vez de investir em ações: o guia passo-a-passo para você fazer seu primeiro investimento pela internet.** 8. ed. rev. e ampl. São Paulo: Novo conceito, 2008. 181 p.

RAPAPORT, Michel. Estrutura de propriedade e valor das empresas no Brasil. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.

SUCENA, Natasha Moraes Pullig, NAMI, Marcio Roberto Palhares. **A popularização do mercado financeiro brasileiro na última década.** Disponível em: [http://marcionami.adm.br/pdf/artigos/natasha\\_moraes\\_pullig\\_sucena-artigo.pdf](http://marcionami.adm.br/pdf/artigos/natasha_moraes_pullig_sucena-artigo.pdf) . Acesso em maio de 2011.

VIEIRA, Solange Paiva, MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. **Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro.** Organizações em Contexto, jun. 2006, ano 2, n. 3, p. 48-67.