

7

Conclusões

7.1

Objetivos

O objetivo desta tese foi identificar os fatores que motivaram a decisão das empresas pelas emissões particulares de ações ao invés de emissões públicas, no Brasil entre 1995 e 2002. Para tanto, foram examinadas as emissões públicas e privadas de ações no Brasil entre 1995 e 2002. No Anexo II estão listadas as 629 emissões, sendo 101 públicas e 528 privadas. As emissões listadas foram utilizadas nos testes estatísticos. Investigou-se a influência do endividamento e da lucratividade. Foram também investigados os efeitos do porte medido pelo patrimônio líquido das empresas e o valor médio emitido na decisão pela emissão privada ou pública. A concentração de propriedade foi analisada como elemento para a decisão de emissão. Finalmente, testou-se a liquidez em bolsa de valores e os tipos de empresas emissoras.

7.2

Limitações

Entre as limitações deste trabalho, pode-se ressaltar a não realização do teste do efeito da atividade do mercado, medido pelo índice IBOVESPA sobre o volume e número de emissões. Além disso, a classificação das empresas poderia incluir as empresas de controle estrangeiro em uma categoria à parte. Os custos de emissão pública de ações poderiam ser incluídos como variável. Variáveis contábeis como ativo total, liquidez corrente (ativos circulantes/passivos circulantes), entre outras poderiam ser incluídas na análise. Essas limitações, bem como outras já citadas neste trabalho ficam como sugestão para futuras pesquisas.

7.3

Discussão dos Resultados

A hipótese de aumento de emissões particulares em empresas mais endividadas pode ser confirmada. De fato, as estatísticas descritivas e o modelo discriminante apontaram para um endividamento maior ocorrendo nas empresas que realizaram emissões privadas. De fato, o endividamento encontrado foi elevado em ambos os grupos: as empresas que realizaram emissões públicas de ações, em média, apresentavam endividamento de 58% sobre o patrimônio líquido, e as emissoras privadas, 125%. . No Brasil, Ness e Pereira (1980) e Furtado(1997), não encontraram significância na relação entre alavancagem financeira e a ocorrência de emissões públicas e a alteração do valor da empresa no processo de emissão, respectivamente. Os testes realizados neste trabalho foram, portanto, bem sucedidos e permitem inferir a importância da variável no processo decisório das emissões de ações. Empresas com mais alto endividamento recorrem aos seus acionistas e não ao mercado nem a instituições de crédito para obter recursos financeiros.

De fato, a explicação para esse fenômeno pode residir na existência de uma hierarquia na ordem de captação de recursos, da maneira preconizada por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) a chamada *pecking order*. As empresas somente emitiram ações após atingirem patamares de endividamento mais expressivos, pois prefeririam dívida à diluição do capital. O elevado endividamento tornaria desvantajosa a emissão pública devido à maior percepção do risco da empresa, pelo mercado, provocando maior deságio. Trata-se, portanto, de uma variável importante na explicação da decisão de emissão ações.

A hipótese número dois, que esperou um aumento nas emissões privadas das empresas menos lucrativas foi confirmada pelos resultados dos modelo logístico e pelas estatísticas descritivas⁶². Esses resultados foram fortemente confirmados pelos da hipótese dois “a”, que apontou que as empresas com menor

⁶² como visto anteriormente, o modelo discriminante apresentou coeficiente contraditório, mas de valor muito pouco expressivo, sendo descartado.

lucro líquido no exercício anterior tenderiam a emitir de forma privada. Isso sugere que as empresas com maiores prejuízos realizaram emissões particulares. De fato, empresas menos lucrativas não parecem ser as candidatas melhores aos poucos recursos do mercado de capitais brasileiro. O ingresso de recursos nas empresas através de emissões públicas deve pressupor algum tipo de compensação, o que poderia ser esperado em empresas mais lucrativas. Quem não for lucrativo recorrerá aos seus acionistas e não ao mercado, para aportes de capital.

Sob o ponto de vista dos controladores, a emissão pública para empresas com bons resultados poderia significar vantagem em relação à emissão privada: conforme Leal (2004), um bom histórico de resultados tende a sinalizar um risco menor, reduzindo o deságio.

No modelo de Myers (1984), as emissões de ações foram consideradas mais arriscadas sob o ponto de vista dos acionistas do que as de dívidas. Estes prefeririam reter lucros, emitir títulos de dívida e títulos híbridos⁶³ antes de emitir ações. Ora, as emissões públicas foram associadas às empresas mais lucrativas, e representaram apenas 16,1% do número total de emissões e 23,9% do volume emitido na amostra estudada⁶⁴. Estes números, associados à confirmação das hipóteses dois e dois “a”, sugerem que as empresas com insuficiência de fundos para realizar seus projetos devido à menor lucratividade teriam optado pelas emissões particulares. Como são destinadas aos atuais acionistas, estas representariam para eles menor risco, à luz da teoria de Myers. Esse fato também pode ter sido intensificado pela falta de acesso ao mercado e baixa liquidez, objeto das hipóteses nº seis e seis “a” comentadas adiante. Os acionistas não teriam alternativa a não ser subscrever se quisessem capitalizar a empresa.

A hipótese três, na linha da eficiência de mercado, tratou da concentração de propriedade nas empresas emissoras. O teste demonstrou, conforme esperado, que as empresas com maior concentração de propriedade das ações ordinárias em mãos dos três maiores acionistas, realizaram mais as emissões particulares. Essa coerência reforça a teoria de que os acionistas controladores de empresa de

⁶³ Conversíveis em ações.

⁶⁴ Esses números diferem muito pouco das proporções da população total que são, respectivamente, 15,9% e 26,9%.

propriedade concentrada decidem emitir ações de forma particular de modo a evitar o deságio e os demais custos nas emissões públicas. Esse fator, agravado pelos maus resultados passados, endividamento elevado e pouca liquidez em bolsa, não daria alternativa aos controladores que desejassem maximizar valor (ou reduzir perdas).

Não se deve reputar apenas ao deságio o ônus de emitir publicamente. Como visto antes, os custos das emissões públicas são substancialmente superiores aos das particulares, sendo, portanto, mais um fator de incentivo à realização das últimas. Como os próprios controladores, em empresas mais concentradas em propriedade, irão subscrever a maior parte das ações, não faz sentido incorrer em custos de emissão pública. Além disso, se os controladores pretendessem subscrever, não faria sentido a emissão pública. Os direitos de minoritários que não subscreverem podem ser absorvidos pelos controladores.

Assim, coloca-se ao controlador, face à necessidade de fundos de longo prazo as seguintes opções:

- emitir publicamente a custos mais elevados, com indução ao deságio pelo *underwriter*, com potencial diluição do seu controle⁶⁵, em momento de euforia. Os preços inflados compensariam os controladores;
- emitir publicamente a custos mais elevados, com indução ao deságio pelo *underwriter*, com potencial diluição do seu controle, em momento eventualmente desfavorável devido a eventual baixa no mercado;
- realizar emissão particular, subscrevendo-a na sua proporção ou maior, se houver sobras, a custo menor, sem preocupação com mercado ou deságio; ou
- não emitir, se não houver urgência de fundos, ou se as opções disponíveis forem piores do que as conseqüências da falta dos recursos.

⁶⁵A nova Lei das SA obriga a emissão de ações com e sem direito a voto na mesma proporção.

Se o controlador ainda acredita na empresa e seus projetos, racionalmente buscará a terceira opção. Se não acredita, o mais racional seria buscar dívida, evitando colocar mais capital próprio. Naturalmente, a emissão de dívida dependeria de acesso a crédito.

A quarta hipótese ficou inconclusiva, já que não houve significativa diferença entre as médias dos portes das empresas emissoras de ações de forma pública e privada. Isso pode ter sido provocado pela presença do patrimônio líquido nas variáveis endividamento e lucratividade, bem como sua correlação com liquidez, lucro líquido e valor emitido. Optou-se, portanto, pela análise da hipótese cinco, que, de fato, seria uma *proxy* para porte.

A hipótese número cinco previa a ocorrência de emissões menores em média, na forma privada. Os resultados apontaram na direção da expectativa. As empresas emitem menos freqüentemente de forma pública, mas em valor mais expressivo. Como apontado anteriormente, o peso dos custos de emissões públicas de ações sobre as emissões menores poderia influenciar esse resultado, levando aquelas empresa a realizar emissões privadas. As empresas de maior porte, com emissões maiores, poderiam gozar de ganhos de escala que contrabalançariam a questão do deságio, especialmente, nas mais lucrativas. Isso está coerente com o esquema proposto por Ferreira e Brooks (2000), e também com Furtado (1997). Este concluiu que as emissões públicas de empresas com maior valor de mercado, acarretavam menor desvalorização, após as emissões. Há uma relação entre o valor de mercado de uma empresa e o volume de sua emissão. Pode-se inferir que seja positiva, mas não foi objeto de teste neste trabalho, ficando como sugestão para futuras pesquisas.

Pode-se associar o volume emitido a uma medida de porte, já que empresas menores dificilmente realizariam emissões expressivas. Sendo assim, o resultado não confirma as expectativas formuladas a partir de da Costa (1990), de que as empresas de maior porte estariam sujeitas a um maior deságio. Isso as o induziria a realizar menos as emissões públicas, o que estaria de acordo com as conclusões de Ness e Pereira (1980). Não foi o que se encontrou neste trabalho. Além disso, a realização de ofertas públicas maiores em média do que as particulares contradiz também os resultados dos trabalhos de Leal (1993), e Amaral (1990) que ressaltaram a importância do deságio nas emissões públicas de ações no Brasil.

Ocorre que, nas emissões particulares o deságio torna-se inócuo como fator inibidor, já que os atuais acionistas têm o direito de adquirir as ações pelo preço ofertado e, dessa forma, manter sua proporção do capital. Somente quem não subscrever será diluído.

Uma possível explicação pode ser provida pelo conjunto das outras hipóteses. As empresas mais lucrativas, com maior liquidez em bolsa, maiores em porte, menos concentradas em termos de controle, emitiriam publicamente e estariam menos sujeitas ao deságio. Sua imagem, liquidez e bons resultados não levaria o público a exigir um deságio mais expressivo.

De qualquer forma, a emissão pública dependeria da liquidez dos papéis. Além disso, sem resultados favoráveis para atrair o investimento do público a liquidez poderia ser muito prejudicada.

As hipóteses números seis e seis “a” trataram da liquidez, associando-a positivamente a uma maior presença de emissões privadas nas empresas menos negociadas em bolsa de valores. Isto foi totalmente confirmado pelos testes realizados, nas estatísticas descritivas e nos modelos discriminante e logístico. A maior liquidez, medida pelo volume médio por negócio no ano da emissão, associada à presença de resultados mais favoráveis (hipóteses números dois e dois “a”, quanto à lucratividade e lucro líquido) serviria, para determinadas empresas, como um incentivo a buscar investidores fora de seus quadros atuais. Dessa forma, as emissões públicas não teriam o impacto negativo de percepções do mercado de assimetria de informações, montagem, enfim, de estratégias de expropriação de minoritários. A maior liquidez seria um seguro contra a expropriação, permitindo a qualquer investidor se desfazer dos papéis em caso de resultados inesperadamente ruins. Qualquer futura tentativa de captação através de emissões públicas estaria prejudicada e a reputação da empresa abalada, perante o mercado.

O resultado é coerente com os de Charchat (2000) e Leal (2003), que apontaram para aumento das emissões em momentos de maior liquidez no mercado. Um cuidado, há que se ter, em função da liquidez estudada neste trabalho ser das empresas emissoras, e não a do mercado. De fato, há empresas tão pouco líquidas, que mesmo em épocas de aquecimento do mercado têm baixíssima liquidez. Por outro lado, há outras, tão líquidas, que apresentam

elevada liquidez mesmo nos piores momentos do mercado. Testar isso não foi o objetivo deste trabalho, ficando como sugestão para futuras pesquisas.

Há coerência entre a maior frequência das emissões públicas, a maior liquidez dos papéis, a menor concentração de propriedade e o volume médio maior associado às emissões públicas. Esses indicadores podem refletir, para aquelas empresas, um nível maior de disponibilidade de informações pelo mercado, e, por conseguinte, uma menor incerteza quanto ao seu comportamento futuro.

Em outros termos, as informações seriam obtidas de forma mais eficiente, reduzindo a assimetria e melhorando o processo de formação do preço de emissão de ações. Esse seria menos influenciado pelo volume emitido e permitiria periódicas captações maiores do que aquelas realizadas por empresas que emitiram privadamente.

Recente medida tomada pela CVM⁶⁶, permite o chamado registro de prateleira, o qual faculta às empresas, a rápida emissão de forma pública após preencherem uma série de requisitos. Isso poderá favorecer às empresas mais líquidas a captação de recursos via emissão pública de ações e, de certa forma, poderá também intensificar o oportunismo, com a sincronização mais precisa com momentos de alta.

As hipóteses sete, totalmente confirmada, conferiu às empresas estatais, maior probabilidade de realizar emissões privadas. De fato, o movimento de privatização e conseqüente redução do número de estatais detectada por Siffert (1998), corroboram os resultados encontrados. As empresas estatais, em processo de privatização, receberam vultosos aportes do seu controlador, o Governo, provavelmente através de emissões privadas. Os resultados de Siffert também corroboram os da hipótese sete “a”, que associou as *holdings* à maior probabilidade de realizar emissões privadas. De fato, o autor aponta redução de vinte e três para dezesseis por cento, de participação das empresas familiares, na receita das cem maiores empresas brasileiras, entre 1990 e 1997. Isso pode significar dificuldades para as *holdings* familiares na geração de recursos, levando-as, em combinação com a concentração de propriedade, baixa

⁶⁶ Inst. CVM N° 400, de 29 de dezembro de 2003.

lucratividade, e elevado endividamento, às emissões privadas de ações, como forma de captação.

A pesquisa realizada sugere a baixa eficiência do mercado de capitais brasileiro. A baixíssima liquidez das empresas emissoras de ações de forma particular, associada à elevada concentração de propriedade sugerem que a busca por informações sobre essas empresas possa ser precária. Além disso, através dos indicadores analisados nas empresas emissoras em geral e no mercado como um todo (baixa capitalização em face do PIB, concentração de negócios em poucos papéis, por ex.), pode-se perceber a concentração de propriedade, a baixa liquidez em geral dos papéis e a baixa lucratividade geral das empresas.

No entanto, a lógica subjacente existente na decisão de captação de recursos se mostrou coerente com a de mercados mais eficientes e maduros. Os resultados, sugerem uma hierarquia de tomada de decisão coerente com a *pecking order* de Myers(1984). Dessa forma, o comportamento dos controladores, face à necessidade de novos recursos, não difere dos mercados mais importantes e considerados mais eficientes como, por exemplo, nos trabalhos de Ferreira e Brooks (2000), Mikkelson et al. (1986) e Shyam-Sunder e Myers (1999).

Isso contradiz os resultados mais recentes de Fama e French (2003), que refutaram a *pecking order*. Deve-se reconhecer, entretanto, que a ocorrência de emissões de ações em mais de trezentas empresas no período estudado seja expressiva (a média de empresas de capital aberto no Brasil no mesmo período foi de 523)⁶⁷. A escolha predominante por emissões particulares (83,9% em número), porém, constitui ação que pode evitar a diluição do controle. Dessa forma, seria uma etapa antes da emissão pública, coerentemente com a teoria de Myers.

A visão pragmática e racional do controlador se confirma, através de sua opção por formas de captação hierarquicamente ordenadas, segundo sua conveniência. Dessa forma, ele preferiria reter lucros, emitir dívida, emitir obrigações conversíveis, emitir ações de forma particular e, por último, emitir ações ao público em geral. Essa subdivisão na última forma de captação, aplicável ao Brasil, segundo este trabalho, poderia ser devido à baixa eficiência do nosso mercado de capitais como sedutor da poupança pública. Ou mesmo devido à fraca

⁶⁷ Fonte: CVM - Empresas Listadas.

poupança pública. Em última análise, o comportamento das emissões de ações estudadas seria um reflexo destas situações.

A mudança observada no mercado de capitais brasileiro, representada pela gradativa redução das emissões públicas em favor das privadas, pode ser explicada por alguns fatores.

Pode-se citar a dificuldade de nosso mercado em dar liquidez às ações das empresas de capital aberto, em presença de crescente necessidade de capital em função da baixa lucratividade e dificuldades financeiras. A falta de volume, baixa capitalização, concentração de negócios em poucas empresas, elevados custos de emissões públicas, concentração de propriedade, o poder dos *underwriters*, entre outras, são características do nosso mercado que agravam o problema.

Além disso, a década de 90 parece não ter sido boa para as empresas de capital aberto, devido à sua lucratividade negativa, colocando-as face a necessidades de capital dificilmente atendidas pelo nosso mercado primário. O modelo macroeconômico aplicado ao Brasil, após 1994, pode ter agravado uma situação de dificuldade já presente desde o início da década. Nesse sentido, os modelos apresentados neste trabalho poderão ser utilizados para a previsão da forma de emissão de ações, no Brasil. Uma nova mudança, hipoteticamente detectada no futuro, a partir da observação do comportamento das empresas emissoras, poderá indicar que o mercado passe a se mover no sentido de dar mais liquidez às empresas de capital aberto. Entretanto, não foi isso o observado neste trabalho.

Os modelos de predição desenvolvidos neste trabalho, embora sem essa motivação, poderão ser utilizados na extensão desta pesquisa para futuras aplicações.

7.4

Sugestões para futuras pesquisas

Uma pesquisa interessante seria comparar os resultados deste trabalho com os de uma amostra de empresas que não realizaram nenhuma emissão de ações no período estudado. Os indicadores poderiam ilustrar a decisão de estrutura de capital e poder-se-ia ter uma visão mais ampla da captação de recursos para os seus projetos.

A conjuntura nacional nos últimos anos, aliada à crescente presença do capital estrangeiro no Brasil à emissão de ADR's de empresas brasileiras, sugerem, como válida uma extensão deste trabalho, no sentido de verificar o comportamento das empresas emissoras desses títulos. Seria interessante analisar os indicadores de situação contábil/financeira, porte, concentração de propriedade e liquidez em bolsa de valores. Um conjunto de empresas, com tanto acesso a mercados mais maduros, deverá fornecer informações importantes sobre o comportamento dos investidores estrangeiros face aos indicadores dessas empresas.

O oportunismo não foi testado neste trabalho. Apenas se apresentou as figuras com o IBOVESPA e os números e volumes mensais de emissões públicas e privadas de ações. Uma importante extensão deste trabalho seria o teste do oportunismo na amostra que inclui as emissões privadas, já que os trabalhos feitos no Brasil focaram apenas aberturas de capital e/ou emissões públicas. É possível que, também, as emissões privadas sejam influenciadas pela atividade do mercado acionário brasileiro.

O procedimento estatístico empregado poderá ser útil, também, na pesquisa de perfis mais apurados de empresas emissoras incluindo o controle estrangeiro. Como já mencionado anteriormente, poder-se-á estender este procedimento aos diversos setores da economia representados pelas empresas emissoras. Essa extensão poderá dar uma visão mais ampla do processo decisório aqui exposto.