

A Estratégia de Financiamento com Subscrições de Ações:

O Caso de Empresas Brasileiras

Autores:

Luiz Alberto Bertucci – CEPEAD/CAD/UFMG (bertucci@face.ufmg.br)

Hudson Fernandes Amaral – CEPEAD/CAD/UFMG (hfaamaral@face.ufmg.br)

Fábio Gallo Garcia Introdução – FGV/SP (fgallo@fgvsp.br)

Universidade Federal de Minas Gerais

Rua Curitiba, 832 – sala 1004

Belo Horizonte – 30170-120

A Estratégia de Financiamento com Subscrições de Ações:

O Caso de Empresas Brasileiras

1. Introdução

É fato aceito pelas comunidades acadêmica e empresarial que apesar de dificuldades conjunturais por que passa atualmente, o país detém condições bastante interessantes para o crescimento equilibrado ao longo dos próximos anos. A estabilidade relativa dos índices inflacionários à par da conduta conservadora das autoridades econômicas, o amadurecimento e constância das instituições democráticas, além de um mercado interno notável, são os condicionantes que o país parece atender e que motiva agentes internos e externos a crescer níveis de investimento na economia. Por certo que fatores restritivos ao crescimento continuam presentes, dentre os quais cabe realçar a continuada dependência de capitais externos no financiamento de nossa dívida de curto prazo. Este último fato traz a conseqüência direta de uma percepção de risco elevado de nossa economia para os investidores externos e concorre para que parcela significativa destes busquem outros endereços na cena global aonde possam investir.

Um outro fato que impulsiona a alocação de recursos em atividades produtivas é a da existência de um mercado de capitais desenvolvido a tal ponto que as empresas possam buscar parcela de seu financiamento por meio de emissões primárias de ações. Naturalmente que este fator impulsiona tanto a absorção de capitais já presentes no interior do país como aqueles residentes no exterior. Assim é que no aspecto da qualificação técnica de nossas instituições financeiras e bolsas de valores, estas alcançam níveis de eficiência e produtividade equiparáveis àquelas do Primeiro Mundo. Entretanto, certas práticas, usos e costumes ainda permeiam o mercado de capitais e impede o aporte mais substancial de capitais por meio da emissão de ações.

Dentre tais aspectos restritivos ao crescimento das empresas pela via do financiamento com recursos de prováveis acionistas está o que se convencionou chamar na literatura de finanças de Pecking Order Hypothesis – POH -, pela qual haveria uma ordem de preferência no financiamento das empresas, a qual se estabelece muito em função de um conflito latente entre dirigentes de empresas e seus acionistas atuais e potenciais. Particularmente para empresas com condições promissoras nos países do Primeiro Mundo, observa-se a preferência pela reaplicação de lucros, seguida pela recorrência a capitais de terceiros (empréstimos) e, por último, a busca de capitais por meio da emissão de ações.

As evidências para o Brasil parecem apontar que a reaplicação de lucros também antecipa as demais alternativas no sentido do financiamento de nossas empresas. Vale dizer que se por um lado as elevadas taxas de juros e as restrições quanto a volumes por parte dos agentes financiadores limitam o apelo a empréstimos, por outro lado constata-se que o receio da perda de controle (ou parcela desse controle) cerceia a absorção de recursos de acionistas.

A absorção de recursos de acionistas (atuais e potenciais) remete-nos diretamente ao que é referendado na **literatura** internacional de finanças, como conflito de interesses

entre dirigentes e acionistas (“Agency Theory”) que tem relação direta com a posse assimétrica de informações por parte destas duas classes de agentes. Em face disto, é natural que a eclosão de um processo de emissão de ações, que representa a opção pelo aumento de participação de capital próprio na estrutura de capital da empresa, revista-se de condicionantes e características que favorecem os interesses dos dirigentes em detrimento dos acionistas.

O caso brasileiro merece ainda algumas considerações no tocante a legislação pertinente às sociedades anônimas, a qual estabelece parcelas percentuais mínimas de posse de ações representativas do capital social das empresas para seu efetivo controle. Assim, o caso típico na economia brasileira é o de acionistas/dirigentes, os quais detêm o comando absoluto das ações e que se opõem àqueles genericamente denominados de acionistas minoritários. Claro está que este aspecto produz efeitos diversos daqueles constatados em países desenvolvidos quanto à ordem de preferência na captação de recursos e influencia diretamente o processo de aumento de capital de empresas pela via da emissão primária de ações.

A importância de um estudo para avaliar as reações do mercado a novas emissões de ações, relaciona-se fortemente com o momento empresarial brasileiro, no qual o ímpeto de crescimento da economia em geral e das empresas em particular, passa pela redefinição das estruturas de capital – a relação entre capital próprio e de terceiros – que permita implementar novas oportunidades de investimentos. Por tal motivo, a avaliação do potencial de financiamento representado por emissões primárias de ações assume importância crítica em todo este processo e, neste sentido, há de se realçar iniciativas conjuntas da Bovespa e do Banco Central, que atuam igualmente para privilegiar a expansão da base de financiamento das empresas pela via da absorção de capitais com a emissão de ações.

O presente estudo constitui-se numa investigação acerca dos efeitos sobre preços de ações quando de novas emissões no mercado da Bolsa de Valores de São Paulo no qual buscamos verificar os efeitos de emissões sobre o valor das empresas emitentes e se aspectos como o tamanho da emissão e se o fato da empresa expandir seu nível de abertura de informações ao mercado conduz a uma melhor avaliação de suas ações quando do anúncio de subscrições públicas.

2. Origem e tratamento dos dados

Os eventos de subscrições analisados neste estudo foram levantados junto à CVM – Comissão de Valores Mobiliários, para o período posterior à implantação do Plano de Estabilização da Economia (Plano Real). Tais subscrições diziam respeito tanto a ações ordinárias como preferenciais e foram incluídas apenas empresas não financeiras. Ainda dos arquivos da CVM, obtivemos os dados necessários para mensurar o tamanho relativo das emissões face ao total de ações componentes do capital social das empresas, bem como pudemos levantar quais as empresas eram também emitentes de ADRs (American Depositary Receipts) no mercado da Bolsa de Valores de New York (NYSE). Conforme explicaremos ao longo do texto, este dado serve como *proxy* para relatar grau de disclosure de empresas face ao mercado.

Uma restrição adotada para seleção de eventos foi a de haver disponibilidade de dados bursáteis dos papéis das empresas emitentes, no período entre 81 dias antes e 20 dias após à data da realização da assembleia geral de acionistas que tenha deliberado acerca da emissão. De fato, algumas empresas não tiveram negociações

sobre seus papéis em determinados dias e, nesses casos, foram admitidos os valores do dia anterior. Entretanto, casos houveram em que este problema foi de tal amplitude que optamos pela sua eliminação simples. Enfim, um resultado diretamente relacionado a este rigor metodológico foi o da seleção de 37 eventos relacionados a subscrições de ações para aumento de capital.

A base de dados de preços de fechamento diário dos papéis das empresas emittentes, bem como os valores diários do Índice Bovespa (Ibovespa) são relativos ao período de julho de 1994 a setembro de 2001, tendo os mesmo sido cedidos pela empresa Econmática.

3. Metodologia

Os insumos básicos para o estudo são dos dados de retornos diários das ações das empresas emittentes, os quais resultam de:

$$r_{it} = P_t / P_{t-1} - 1$$

onde r_{it} é o retorno do ativo i no dia t e P_t é o preço de fechamento do papel nesse dia t . Por sua vez, tais retornos são empregados na obtenção de retornos em excesso (ER_{it}) relativamente aos seus valores previstos, de acordo ao modelo de mercado, conforme expresso abaixo:

$$ER_{it} = r_{it} - (\hat{a}_i + \hat{b}_i \cdot r_{mt})$$

em que os parâmetros \hat{a}_i e \hat{b}_i são calculados por mínimos quadrados sobre dados de r_{it} e r_{mt} (retorno do Ibovespa no dia t) para o período compreendido entre os dias -81 e -21 relativamente ao dia 0 da assembléia geral de acionistas que tenha deliberado acerca daquela subscrição.

É fundamental realçar que trabalhamos com valores de dias relativos àquele dia "0" assinalado logo acima e para cada um desses dias levantamos o retorno em excesso médio para os "N" (= 37) arrolados no estudo, conforme a equação a seguir:

$$ER_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N ER_{it}$$

Tais retornos médios em excesso podem ser acumulados para quaisquer períodos compreendidos entre os dias inicial (K) e final (L) pela equação:

$$ERA_{k,l} = \sum_{t=k}^L ER_t$$

devendo assinalar que estamos particularmente interessados em dois períodos em particular, a saber: o primeiro está compreendido entre os dias 0 e +1, quais sejam, o do dia da assembléia que deliberou acerca da subscrição e o dia seguinte, quando as negociações se processam no mercado com o conhecimento deste fato. O segundo

período está compreendido entre os dias -20 e $+20$, para os quais levantamos os sentimentos do mercado antes e após o anúncio da emissão. Claro, comportamento anômalo no período entre os dias -20 e 0 revelariam ações ilegais de aproveitamento de informações internas às empresas, ao passo que para o período entre os dias 0 e $+20$ podemos levantar as reações do mercado à emissão. Assim é que particularmente para o período 0 e $+1$, o excesso acumulado de retorno será dado por:

$$ERA_{-1,0} = ER_{-1} + ER_0$$

As aferições de significância dos valores obtidos são realizados através de testes-t abaixo, pelos quais verificamos se os retornos são estatisticamente diferentes de zero:

$$t(ERA_{K,L}) = ERA_{K,L} / S_{ERA_{K,L}}$$

onde $S_{ERA_{K,L}}$ é o desvio padrão dos retornos em excesso acumulados no período de tempo entre K até L e obtido de:

$$S_{ERA_{K,L}} = [T \cdot \text{var}(ER_t)]^{1/2}$$

com $T = L - K + 1$ e sendo $\text{var}(ER_t)$ estimado no período compreendido entre os dias -22 e -80 .

Por fim, o atendimento de nossos objetivos de avaliação da influência exercida sobre o valor das empresa por fatores como o tamanho relativo das emissões e o nível de “disclosure” das empresas emitentes se dá através de regressões múltiplas, estimadas por mínimos quadrados, com:

$$ER_t = X_t' \cdot \mathbf{b} + \mathbf{e}_t$$

onde \mathbf{b} é um vetor de parâmetros desconhecidos; X_t' a matriz de dados e; ER_t o retorno em excesso médio para cada um dos dias analisados. Quanto aos parâmetros, estes são dados pelo tamanho relativo das emissões (quantidade de ações emitidas sobre ações totais) e por uma variável *dummy* que assumo o valor de 1 para aquelas empresas emitentes que tenham ADRS negociadas em Nova York e 0 em caso contrário. Conforme se recorda, a definição desta *dummy* deriva do raciocínio de que o alto nível de disclosure exigido na NYSE é também aproveitado pelos investidores no Brasil e, portanto, isto funciona como redutor de níveis de assimetria informacional.

4. Resultados

Os resultados para os retornos em excesso médios apontados no Quadro 1 são consistentes com a hipótese de eficiência do mercado, ao menos na forma semi-forte, na medida em que não parece haver vazamentos de informações para o mercado dando conta de possíveis emissões de ações. Uma única exceção dentro do espaço de tempo de 20 dias a esta regra acontece no dia relativo $+16$, mas isto não é

suficiente para reverter a observação colocada. Ainda mais, esta mesma conclusão é válida também para os dois sub-grupos definidos, com o maior impacto sendo relacionado às empresas emitentes de ADRs no mercado da NYSE. Embora a diferença entre as médias para o dia +1 (primeiro dia em que o mercado operou com a informação pública da emissão) não seja estatisticamente significativa, o resultado surpreende, pois esperávamos que o maior nível de abertura ao mercado por parte destas empresas reduzisse os problemas associados à seleção adversa de ativos.

Quadro 1. Excesso médios de retornos

Dia relativo	ER	Dia relativo	ER
-10	0,0030		-0,0022
-9	0,0033	+1	-0,0049
-8	0,0008	+2	-0,0023
-7	-0,0049	+3	0,0021
-6	0,0035	+4	0,0077
-5	0,0036	+5	0,0040
-4	-0,0070	+6	0,0142
-3	0,0010	+7	-0,0039
-2	0,0041	+8	-0,0044
-1	-0,0072	+9	-0,0101
0	0,0054	+10	0,0026
1	-0,0251		

Obs: Estatística-t do dia +1 = 3,80

Outro resultado que surpreende e que conflita com os resultados de Asquith e Mullins (1986) e de Linn e Pinegar (1988) é que, contrariamente aos resultados destes autores, a reação do mercado concentra-se basicamente no dia +1, sem reação estatisticamente significativa no dia 0 (da realização da assembléia deliberadora da emissão). Especificamente no que se refere ao grupo total, a queda de 2,51% relaciona-se à estatística-t de 3,80 (ou de um p-value próximo a zero), o que confirma o sentimento negativo do mercado acerca de emissões de ações e que tem relação com uma percebida assimetria na posse de informações por parte dos públicos interno e externo às empresas. Enfim, confirmou-se os postulados de Myers e Majluf (1984) e, portanto, somos levados a considerar a existência de uma ordem hierárquica na escolha de fontes de financiamento, na medida em que os dirigentes receiam a diluição do valor da empresa quando do anúncio de emissões.

A este propósito, é interessante citar que embora as perdas médias assinaladas para o dia +1 possam eventualmente serem interpretadas como pequenas, elas representam perdas significativas em termos dos recursos obtidos com a subscrição. Assim é que se uma empresa emitisse algo próximo de 3% de novas ações em relação ao total de ações atual, a perda média assinalada de 2,51% corresponderia a situação de perda de valor da empresa praticamente igual a dos recursos obtidos. Nos termos de Asquith e Mullins (1986), isto corresponderia à situação da empresa doar as novas ações emitidas sem receber nada em troca.

Os resultados das regressões levadas a efeito permitiram analisar os pressupostos de Miller e Rock (1984) de que as emissões de ações representam informação negativa acerca da capacidade de geração de ganhos pelas empresas emitentes, e que tal efeito tem relação com o tamanho da emissão. Complementarmente buscamos verificar a influência exercida por tentativas de empresas em reduzir o sentimento de posse assimétrica de informações em relação aos potenciais novos acionistas. Para tanto, inserimos a *proxy* relativa à negociação de ADRs na NYSE, na expectativa de que este fato pudesse de alguma forma explicar reações a subscrições de novas ações.

$$\text{Excesso de retorno no dia +1} = a + b_1(\text{tamanho}) + b_2(\text{ADR})$$

<i>a</i>	<i>b</i> ₁	<i>b</i> ₂
0,00074	-0,00038	-0,00244
(0,072)	(-5,628)	(-0,144)
<i>p</i> - value = 0,9429	<i>p</i> - value = 0,0000	<i>p</i> - value = 0,8867
N = 37 r ² = 0,491 F = 15,893 Significância de F = 0,0000146		

De fato, os resultados estão de acordo com Miller e Rock (1984), pois os excessos de retornos no dia +1 relacionam-se inversamente com o tamanho relativo da emissão de ações, ou seja, que maior a perda de valor da empresa quanto maior a emissão. Por sua vez, a questão do maior nível de disclosure, expressa pela *dummy* que considera o fato de empresas negociarem ADRs na NYSE, não parece exercer influência sobre a variação de valor que elas sofrem quando do anúncio de emissões. A este respeito, é certo que o coeficiente da *dummy* revelou-se negativo, porém, o *p*-value de 0,8867 atesta uma clara insignificância estatística.

5. Conclusões

Este estudo teve o objetivo de investigar como novas emissões de ações afetam o valor das empresas emitentes. Para isto, incluímos variáveis como o tamanho relativo das emissões e a característica de haver negociações com ADRs no mercado da NYSE por parte das empresas emitentes. Tais inclusões visavam tanto aferir hipóteses colocadas de que emissões de ações se caracterizam como um “lemon problem”, como a investigar se tentativas de maior “disclosure” por parte das empresa servem para reduzir o sentimento de posse assimétrica de informações contrárias aos interesses dos potenciais novos acionistas.

Nossos resultados revelaram perda de valor estatisticamente significante no dia +1 (o primeiro dia em que o mercado operou com o conhecimento de uma dada subscrição), o que confirmou os pressupostos de Myers e Majluf (1986) de que emissões de ações se fazem na presença do sentimento de posse assimétrica de informações. Esta conclusão foi ainda respaldada pelo fato de que o tamanho relativo da emissão influi negativamente sobre o valor da empresa naquele dia +1. Por sua vez, a tentativa de uma maior abertura de informações para o mercado não é suficiente para reverter este quadro negativo.

Enfim, os resultados encontrados parecem justificar uma relutância das empresas em buscar financiamento pela via da emissão de novas ações, na medida em que isto leva

à redução do valor das mesmas. A gravidade disto decorre do entendimento de que políticas ótimas de investimento e de financiamento, em especial, ficam afetadas pelo fato de uma alternativa de financiamento disponibilizada para as empresas trazer inconvenientes por vezes considerados importantes. Por exemplo, tais inconveniências podem levar à rejeição de projetos com valores presentes positivos, os quais acresceriam a base geradora de riquezas de empresas que eventualmente rejeitam novas emissões dado a perda de valor que elas gerariam.

Os fatos levantados neste estudo devem ser analisados com a inclusão de novas variáveis e pressupostos, tais como alavancagem financeira, políticas de dividendos e de investimentos, características de mercado, governança corporativa, dentre outros. Naturalmente, tudo isto faz parte do universo de preocupações dos autores e certamente serão tratados em estudos futuros.

6. Bibliografia

Asquith, Paul and David Mullins. "Equity Issues and Offering Dilution." *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 1/2, (January/February 1986), 61-90.

Ecko, B. Espen. "Valuation effects of corporate debt offerings." *Journal of Financial Economics* 15, nos. 1-2 (1986), pp. 119-151.

Flannery, Mark J. "Asymmetric information and risky debt maturity choice." *Journal of Finance* 41, no. 1 (1986), pp. 19-37.

Jensen, Michael. "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review* 76 (1986), pp. 323-339.

Jensen, Michael e Meckling, William. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* (October 1976), pp. 305-360.

Leland, Hayne e Pyle, David. "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation". *Journal of Finance* 32, no. 2 (1977), pp. 317-387.

Linn, Scott and Michael Pinegar. "The Effects of Issuing Preferred Stock on Common and Preferred Stockholder Wealth." *The Journal of Financial Economics*, Vol. 22, No. 1, (October 1988), 155-184.

Mackie-Mason, Jeffrey K. Do Taxes affect corporate financing decisions?. *Journal of Finance* 45 (1990), pp. 1471-95.

Masulis, Ronald W. "The effects of capital structure change on security prices: a study of exchange offers". *Journal of Financial Economics* 8, no.2 (1980), pp. 139-177.

Masulis, Ronald W. "The impact of capital structure change on firm value: some estimates". *Journal of Finance* 38, no.1 (1983), pp. 107-126.

Masulis, Ronald W. e Ashok N. Korwar. "Seasoned equity offerings: an empirical investigation." *Journal of Financial Economics* 15, nos. 1-2 (1986), pp. 91-118.

Mikkelson, Wayne H. e Megan M. Partch. "Valuation effects of security offerings and the issuance process." *Journal of Financial Economics* 15, nos. 1-2 (1986), pp. 31-60

Miller, Merton e Rock, Kevin. "Dividend Policy Under Asymmetric Information". *Journal of Finance*. 40, no. 4 (1985), pp.1031-1051.

Miller, Merton e Modigliani, Franco. " Dividend policy, growth and the value of shares". *Journal of Business*, 34 (October 1961), pp. 411-433.

Myers, Stewart C. "The Capital structure puzzle." *Journal of Finance* 39 (1984), pp. 575-592.

Myers, Stewart and Nicolas Majluf. "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, (July1984), 187-221.