

## A PERCEPÇÃO DE RISCO DOS BANCOS DE INVESTIMENTO E OS CUSTOS DE EMISSÃO DE AÇÕES

### INVESTMENT BANKS' PERCEPTION OF RISK AND SHARE ISSUE COSTS

*Recebido em: 15/11/2022*

*Aprovado em: 20/01/2023*

**Fabio Emanuel Farago**

Universidade de São Paulo

Brasil

ORCID: 0000-0003-0869-7220

Email: [fabio.farago@hotmail.com](mailto:fabio.farago@hotmail.com)

**Gabriela Troyano Bortoloto**

Universidade de São Paulo

Brasil

ORCID: 0000-0002-3023-2609

Email: [gabrielatroyano@usp.br](mailto:gabrielatroyano@usp.br)

**Emerson Aparecido Mouco Junior**

Universidade de São Paulo

Brasil

ORCID: 0000-0002-2674-5727

Email: [emersonmouco@usp.br](mailto:emersonmouco@usp.br)

**Felippe Aparecido Cippiciani**

Universidade de São Paulo

Brasil

ORCID: 0000-0002-9411-8311

Email: [felippecippiciani@usp.br](mailto:felippecippiciani@usp.br)

## RESUMO

Os custos associados as emissões de ações reduzem a acessibilidade das empresas ao mercado de capitais. Os bancos de investimento atuam como tomadores de risco colocando os títulos no mercado, cobrando para tanto, comissões bancárias. Este artigo objetiva analisar a influência da percepção de risco dos bancos de investimento sobre os custos de emissão de ações por meio do desenvolvimento de quatro proposições. Foi identificado que os indicadores financeiros, a transparência, a governança corporativa, a percepção de risco dos investidores e os riscos de mercado têm um papel relevante na avaliação dos riscos. As proposições possibilitam a ampliação dos debates e do conhecimento sobre o tema, auxiliando na formulação de estratégias de emissão com menores custos, ampliando, assim, a acessibilidade ao financiamento por emissão de ações, aumentando a atratividade do mercado de capitais e contribuindo com o desenvolvimento econômico brasileiro.

**Palavras-chave:** Mercado de capitais, Decisões de financiamento, Comissões bancárias.



## ABSTRACT

*The costs associated with issuance of shares reduce the accessibility of companies to the capital market. Investment banks act as risk takers by placing securities on the market, charging bank commissions. This article aims to analyze the influence of investment banks' risk perception on the costs of issuing shares through the development of four propositions. It was identified that financial indicators, transparency, corporate governance, investor risk perception and market risks play a relevant role in risk assessment. The propositions allow the expansion of debates and knowledge on the subject, helping to formulate issuance strategies with lower costs, thus increasing the accessibility to financing through the issuance of shares, increasing the attractiveness of the capital market and contributing to the development Brazilian economy.*

**Keywords:** *Capital markets, Financing decisions, Bank commissions.*

## 1. INTRODUÇÃO

As empresas em sua busca pelo crescimento, necessitam de recursos para a expansão de suas atividades. Dessa forma, o financiamento é essencial para as empresas, possibilitando o investimento, quer seja para investigação, para produção, para o financiamento de estoques ou para promoção internacional, porém as organizações não têm capacidade, por norma, para fazer esses investimentos apenas com os recursos que geram, assim, são necessárias fontes de financiamento a um custo razoável (Tavares, Pacheco & Almeida, 2015).

Existem diferentes alternativas para a captação de financiamentos que as empresas podem recorrer, como os empréstimos bancários e a emissão de dívidas. No entanto, foi observado por Ribeiro Neto & Famá (2002) que o alto custo dos juros na captação de recursos para o financiamento de projetos, o ineficiente sistema tributário, aliados a falta de uma poupança interna brasileira, dificultam e encarecem o financiamento das empresas brasileiras. Os autores destacam que o mercado de capitais aparece como uma alternativa para solucionar essas questões.

O mercado de capitais, conforme destacado por Oliveira e Frascaroli (2014), permite a transferência de recursos entre os poupadores e demandantes de créditos, destacando que o desenvolvimento desse mercado promove o desenvolvimento socioeconômico do país. Na visão de Oliveira (2015) a emissão de ações é um tema emergente no Brasil, tendo em vista o recente desenvolvimento do mercado de capitais. Adicionalmente, Bessler e Thies (2006) destacaram a importância do financiamento por emissão de ações, notadamente para o desenvolvimento empresarial, com conseqüente crescimento econômico e do emprego.

No entanto, o processo de emissão de ações possui custos elevados para as empresas que querem ir a público, o que coloca um entrave no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Foi observado por Oliveira (2015) que os custos de emissões é um assunto pouco abordado nas pesquisas científicas do Brasil. Não sendo um item prioritário na agenda de pesquisa dos estudantes e acadêmicos, evidenciando a necessidade de aprofundamento no tema. Dentro dos custos de emissão, de acordo com o mesmo autor, as comissões dos bancos de investimentos, responsáveis pela colocação dos títulos no mercado, são os custos mais relevantes com que as empresas devem arcar.

Os bancos de investimento, segundo Jenkinson e Ljungqvist (2001) são escolhidos para fazer todo o gerenciamento do processo de emissão. Auxiliando as empresas a determinar como a emissão pode ser realizada baseado em uma análise de custos e benefícios, bem como se tem demanda de investidores suficientes (Stowell, 2013). Segundo Levis, Meoli

e Migliorati (2012) os bancos de investimentos são orientados para cobrir os riscos de subscrição. Nesse sentido, a percepção de risco na empresa emissora pode influenciar na decisão dos bancos de investimentos por maiores ou menores custos de emissão, podendo exigir um prêmio pelo risco (Bah & Dumontier, 2001).

Dessa forma, este trabalho tem como objetivo principal identificar como a percepção de risco dos bancos de investimento influencia nos custos de emissão de ações, desenvolvendo para tanto, quatro proposições para serem testadas empiricamente no mercado de capitais brasileiro. Na estruturação da pesquisa, além da introdução, estão presentes mais três sessões: na primeira a fundamentação teórica, com tópicos sobre a emissão de ações, os custos de emissão e os riscos; na segunda parte, foi elaborado um debate teórico com trabalhos sobre tema, desenvolvendo quatro proposições testáveis; e na terceira e última parte, as conclusões da pesquisa, seguidas pelas referências utilizadas.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Emissão de Ações

As questões acerca da estrutura de capital das empresas constituem uma das decisões mais básicas a serem tomadas pelos administradores. De acordo com Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2009) as empresas podem financiar suas atividades pela utilização de recursos próprios e de terceiros que, juntos, formam sua estrutura de capital. As decisões sobre a estrutura de capital acompanham a evolução das firmas. Forte, Barros e Nakamura (2013) afirmam que empresas com altas taxas de crescimento, frequentemente precisam de mais financiamentos. A relação entre a rentabilidade da empresa e a sua estrutura de capital pode ser justificada pela *Pecking Order Theory* (Teoria da Hierarquia das Fontes de Recursos) e pela Teoria da Agência. Segundo Myers e Majluf (1984) a *Pecking Order Theory* preconiza que quando as organizações esgotarem seus recursos internos, elas tenderão a recorrer ao endividamento, e apenas quando esgotar sua capacidade de emitir dívidas, é que elas emitirão ações.

Entre as diferentes fontes de financiamento disponíveis, de acordo com Fama e French (2005) a opção pela emissão de ações é prioritária entre as diferentes alternativas para captação de recursos. Os principais benefícios para uma empresa emitir ações na bolsa de valores são explicados majoritariamente pela necessidade de capital para investimento (Kim & Weisbach, 2005). Adicionalmente, Stowell (2013) cita: (i) acesso ao financiamento no mercado de capitais; (ii) benefícios mercadológicos e maior exposição da marca; (iii) as ações servem moeda para aquisições e compensações; e (iv) liquidez para os acionistas.

Os recursos captados nas emissões de ações vão, em grande parte, para investimentos em pesquisa e desenvolvimento, despesas de capital e estoque (Kim & Weisbach, 2005). Uma mesma empresa pode fazer diversas emissões de ações. Quando a emissão de ações ocorre pela primeira vez, é chamado de IPO (*Initial Public Offering*) e as ofertas subsequentes de SEO (*Seasoned Equity Offering*). Ambas as formas de emissões ocorrem via operação de *underwriting* ou subscrição pública. O *underwriting* é o processo pelo qual uma instituição financeira coordena e, em alguns casos, garante a colocação dos títulos no mercado (Securato, 2005). Aditivamente, Damodaran (2015) destacou que na maior parte dos IPOs, o banco de investimento concorda em entregar um preço fixo para o emissor (*underwriting guarantee*) e vai formar um sindicato com vários bancos para espalhar os riscos e aumentar a capacidade de vender as ações.

As empresas tendem a emitir ações, de acordo com Alti (2006), quando são identificadas “janelas de oportunidade”, que são momentos percebidos por um custo de capital próprio relativamente baixo comparado a outras fontes de capital. Foi observado por

Rossi Júnior e Marotta (2010) que as empresas tentam aproveitar tais janelas de oportunidade explorando flutuações temporárias no custo de capital próprio relativo a outras formas de captação que definiria a estrutura de capital. Na literatura internacional essa teoria se chama *equity market timing*.

No entanto, o processo para uma empresa ir a público e emitir IPOs não é simples e envolve algumas etapas. Foi afirmado por Jenkinson e Ljungqvist (2001) que, primeiramente, é realizada uma coleta de informações, em que um banco de investimento é escolhido para gerenciar o processo. Após a seleção, segundo Stowell (2013), os bancos de investimento ajudam as empresas a determinar se um IPO é uma decisão lógica baseada em uma análise de custos e benefícios. O banco determina se tem demanda de investidores suficientes para comprar as novas emissões. Assumindo que há o interesse do mercado, o banco de investimento determina o valor esperado da empresa com base em comparações com outras empresas de capital aberto derivados através de outros métodos (incluindo a análise do fluxo de caixa descontado). O banco irá então desenvolver um modelo de avaliação para determinar o intervalo preço da ação para a oferta e recomendar a quantidade de ações a ser oferecido. A empresa também seleciona outros bancos de investimento para atuarem como gerenciadoras da oferta, determina os procedimentos e escolhe a bolsa na qual irá listar as ações (Stowell, 2013).

## 2.2 Custos de Emissões

O processo de emissão de ações na bolsa tem custos. De acordo com Damodaran (2015) existem três custos associados com um IPO. Primeiramente, a firma deve considerar os custos legais e administrativos de fazer uma nova emissão. Em segundo lugar, a empresa deve considerar os custos de comissão de subscrição, isto é, o *spread* bruto entre o preço de oferta e o que a empresa recebe por ação. E por terceiro, o custo do *underpricing* da emissão onde os investidores compram a ação por um preço baixo e o vendem posteriormente a um preço muito maior.

Adicionalmente, Jenkinson e Ljungqvist (2001) observaram que muitos custos são essencialmente fixos – tais como marketing, processos legais, auditorias etc. De acordo com Chen e Ritter (2000), é amplamente aceito que os custos fixos na emissão de ações podem levar a economias de escala, dessa forma, os custos de ir a público tendem a cair à medida que a quantidade emitida fica maior. Outros custos, tais como comissões de vendas ou custos de subscrição, são frequentemente proporcionais as somas levantadas, contudo para emissões maiores frequentemente é possível negociar taxas mais baixas (Jenkinson & Ljungqvist, 2001).

É de elevada importância analisar os fatores que influenciam nos custos referentes as emissões de ações (Ritter, 1987). Os custos de emissões têm como componentes mais importantes as comissões dos bancos de investimento, de acordo com o trabalho de Oliveira (2015). Destacando em seu estudo que tanto a amostra de IPOs quanto para os SEOs brasileiros no período de 2004 a 2013, as comissões dos bancos de investimentos representaram cerca de 80% do custo direto total das emissões.

Os custos com comissões dos bancos de investimentos são consideráveis, segundo Stowell (2013) representam mais de 7% (esse percentual diminui à medida que aumenta o tamanho do negócio) do valor total da emissão, e 3% ou mais do valor procede para o pagamento de custos legais, de emissão, contabilidade e outros custos. Como resultado, geralmente menos de 90% dos recursos do IPO são mantidos com a firma emissora.

Vários fatores influenciam nos custos de emissão. Os resultados do estudo de Levis, Meoli e Migliorati (2012) apontam que ambos as taxas e os descontos na emissão aumentam devido as condições de mercado. Estando relacionados a alta demanda por serviços de

subscrição, condições desfavoráveis as empresas e a uma posição de negociação mais forte dos bancos de investimentos com as empresas emissoras. Deve-se destacar também a influência dos riscos da empresa emissora como um fator relevante na avaliação dos bancos de investimentos nos custos de emissão, os bancos agem como tomadores de risco no processo de emissão, quanto maiores os riscos maiores tendem a ser os *spreads* bancários (Lee & Masulis, 2008).

### 2.3 Risco

Não existe consenso nas definições do conceito de risco. Aven (2012) constatou que na literatura, existe uma grande variedade de formas de entender o risco. Algumas definições são baseadas em probabilidades e resultados esperados, eventos ou perigos indesejáveis, e outras em incertezas. Na definição de Lowrance (1976) o risco é uma medida de probabilidade considerando os efeitos adversos que podem ocorrer ao longo do tempo, já Kaplan (1991) define o risco como um conjunto de cenários com probabilidades de consequências mensuráveis.

Entre os tipos de riscos que as organizações estão sujeitas, Banks (2009) fez uma distinção entre os riscos financeiros e não financeiros. Os riscos financeiros envolvem os riscos de liquidez (incluindo a volatilidade e os dividendos), mercado (incluindo os juros e os preços de ações) e crédito (risco dos credores), já os riscos não financeiros incluem os riscos legais, operacionais, de propriedade e de casualidade. No entanto, cabe destacar que a mensuração do risco ao longo do tempo não é exata e depende da percepção de quem analisa. Os investidores nem sempre se mantêm racionais ao tomarem decisões de investimentos em condições de risco (Kahneman & Tversky, 1974). Nesse sentido, conforme observado por Alcantara (1980), o risco é uma estimativa subjetiva, tratando sobre o futuro, e vai diferir de um analista ou investidor para outro, havendo um espaço enorme para discordância.

De forma a maximizar a precisão da mensuração dos riscos, as técnicas para seu gerenciamento têm evoluído muito. Nos últimos 50 anos, tem aumentado drasticamente os modelos estatísticos e instrumentos financeiros de gestão de riscos disponíveis. A administração de riscos se tornou uma função bem definida nos bancos, seguros e outras organizações, sendo vista como necessária para otimização e eficiência (Teece & Leih, 2016).

Analisando sob a ótica dos bancos, entre os mecanismos de redução de riscos, existem alguns instrumentos, entre os quais pode-se citar a imposição de limites de risco, para garantir segurança financeira, a cobrança de taxas de juros para cobrir os riscos entre as expectativas atuais para um fluxo de caixa e as mudanças no seu valor efetivo de recebimento no futuro, para se proteger desses movimentos ao longo dos horizontes temporais de risco (Alexander, 2008). Para medir o risco nas negociações, pode ser utilizado também o *value at risk* (VaR), que representa o risco da perda potencial de valor devido a movimentos de mercado adversos ao longo de um horizonte temporal definido (Stowell, 2013). Dessa forma, em ordem para minimizar os riscos, os bancos, podem fazer uso desses instrumentos para garantir sua rentabilidade e sustentabilidade financeira de longo prazo.

## 3. A PERCEPÇÃO DO RISCO E O CUSTO DE EMISSÃO DE AÇÕES

O risco pode levar um banco de investimento a não aceitar oportunidades de negócios lucrativos, podendo recusar-se a liderar a oferta pública inicial (IPO) de uma empresa se não "acreditar" nas suas perspectivas de longo prazo, mesmo que exista demanda de mercado suficiente para completar uma oferta inicial (Reynolds & Newell, 2011). Dessa forma, os riscos inerentes a empresa são fatores relevantes na avaliação dos bancos de investimentos, os bancos agem como tomadores de risco no processo de emissão de ações, quanto maiores os

riscos maiores tendem a ser os *spreads* bancários (Lee & Masulis, 2008). Assim, os bancos de investimentos são orientados para cobrir os riscos de subscrição, exigindo um prêmio pelo risco, o que pode fazer com que o acionista/gestor tenha dificuldade em obter fontes de financiamento a um custo acessível (Levis, Meoli & Migliorati, 2012; Bah & Dumontier, 2001).

Na visão de Tamari (1966), os bancos precisam de métodos para determinar os riscos a partir das posições financeiras de seus clientes, avaliando a sua rentabilidade e o financiamento de longo prazo de suas empresas, sendo que uma das formas usadas para isso é através dos demonstrativos financeiros. Entre os diferentes indicadores financeiros que podem ser analisados, Lee e Masulis (2008) observaram que os indicadores de endividamento dão ênfase na solvência da empresa, refletindo diretamente o risco-retorno constituído em uma organização.

Níveis altos nos índices de alavancagem também estão associados com elevados riscos financeiros. Empresas com indicadores de rentabilidade mais elevados são mais susceptíveis de ter oportunidades de investimento rentáveis. Como resultado, são clientes mais atraentes para os bancos de investimentos, que oferecem mais incentivos a essas empresas para se subscreverem com custos mais baixos. Portanto, espera-se que os bancos de investimentos cobrem menores *spreads* para empresas com altas taxas de crescimento, maior rentabilidade e menor endividamento e alavancagem (Lee & Masulis, 2008).

Adicionalmente, Bah e Dumontier (2001) afirmam que os indicadores de alavancagem e endividamento são importantes, pois é preciso levar em conta o risco de retorno gerado com o endividamento não ser capaz de remunerar a dívida. Na visão de Cunha e Ribeiro (2008), a decisão da empresa pela utilização de capitais de terceiros pode aumentar a percepção de risco. Oliveira (2015) investigou a influência do endividamento sobre os custos de emissões em uma amostra de 106 IPOs e 66 SEOs brasileiros. Seus resultados indicam que para IPOs, os custos de emissão de ações têm relação negativa com endividamento em função de seu benefício econômico, porém empresas muito endividadas pagam mais caro para fazer seu IPO.

Já com relação aos SEOs, as comissões dos bancos de investimento só têm relação negativa com o endividamento até certo nível de alavancagem financeira. A partir de um determinado ponto os custos ficam maiores, indicando que empresas alavancadas pagam maiores comissões para realização das ofertas (Oliveira, 2015). Apontando, dessa forma, que a percepção de risco através dos indicadores financeiros pode levar a um custo de emissão maior, tendo em vista os efeitos que eles podem ter para uma organização a longo prazo. Dessa forma, foi elaborada a primeira proposição:

*Proposição 1: Quanto maior a percepção de risco que o banco de investimento tem sobre os indicadores financeiros da empresa, maior tende a ser o custo da comissão cobrada na emissão.*

A segunda proposição diz respeito a governança corporativa e a transparência da empresa. De acordo com Ang e Brau (2002), as empresas mais transparentes têm custos mais baixos para emitir ações. Especificamente, na medida em que a transparência da empresa reduz, aumenta a incerteza sobre a emissão. Os bancos de investimento associam informações contábeis ruins com risco elevado (Lee & Masulis, 2008). Quanto mais informações o público possuir, menor o risco que os bancos de investimento terão para fazer o processo. Assim, quanto mais os investidores e o banco perceberem a empresa como rentável e pouco arriscada, menores tendem a ser os custos de emissão.

Na visão de Stowell (2013) em países emergentes como o Brasil, os investimentos e as emissões são atividades de alto risco, embora a expectativa de crescimento e do

desenvolvimento de mercados de capitais mais eficientes seja alta. Nesse sentido, Aguiar et al (2004) salienta que no ano de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo lançou o Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), o que acarretou um aumento da transparência do mercado de capitais brasileiro objetivando atrair mais investidores.

O aprimoramento dos mecanismos e práticas de governança corporativa favorece com que os bancos de investimento possam expandir de forma rentável suas atividades nos países emergentes através de um melhor acompanhamento e controle dos riscos (Stowell, 2013).

Ainda segundo o mesmo autor, uma governança corporativa transparente permite um melhor monitoramento dos fluxos de caixa e da situação financeira da empresa, provendo uma melhor visão de futuro para determinar os resultados em relação as expectativas, aumentando a credibilidade para os *stakeholders* (Stowell, 2013). Empresas com governança forte tendem a ter um valor maior, experimentando um maior crescimento e um custo de capital menor (Gompers, Ishii & Metrick, 2003).

Em contraponto, empresas com governança corporativa ruim e pouca transparência experimentam problemas sérios de assimetria de informação, em que os provedores de liquidez têm riscos de informações adversas relativamente maiores, demandando maiores *spreads* (Chen et al, 2007). Desse modo, foi elaborada a segunda proposição:

*Proposição 2: Quanto melhor a governança corporativa e maior a transparência da empresa, menor é a percepção do risco, e conseqüentemente, menores os custos das comissões bancárias na emissão.*

A terceira proposição diz respeito a influência da percepção de risco dos investidores sobre os custos que o banco de investimento vai cobrar na emissão. Segundo Stowell (2013), os financiamentos nos mercados de capitais geralmente são subscritos por bancos de investimento, que assumem os riscos na compra de títulos de um emitente e, em seguida, revendem esses títulos aos investidores. Dessa forma, se a percepção de risco dos investidores for alta, pode não haver demanda suficiente e o banco pode não conseguir revender as ações.

De acordo com Soares e Galdi (2011), a análise financeira para os investidores traz como benefícios o poder de provisionar desempenhos futuros e auxiliar nas alocações de forma a minimizar os riscos e maximizar o retorno sobre o capital. Sobre o risco inerente, Pimentel (2015) afirma que a relação lucro e retorno é afetada negativamente pelo risco total e por efeitos não lineares dos lucros inesperados, podendo ser afetada positivamente pela persistência dos lucros.

Adicionalmente, segundo Dugar e Nathan (1995) as previsões de retorno e recomendações de investimento feitas pelos bancos de investimento tendem a ser consideradas em um menor grau do que as previsões feitas por atores de fora dos bancos de investimento, indicando que a percepção de risco dos investidores podem diferir das expectativas do banco, devendo, portanto, ser considerado nas decisões sobre emissões.

A percepção do risco do investidor é relevante para o banco de investimento, pois de acordo com Kahneman e Tversky (1974), os investidores nem sempre se mantêm racionais ao tomarem decisões de investimentos em condições de risco, dessa forma, o risco é uma estimativa subjetiva passível de discordância entre os investidores, por exemplo, as pessoas podem diferir com relação a previsão para o futuro sobre o retorno esperado de uma ação no mercado (Alcantara, 1980).

Adicionalmente, Beatty (1986) afirmou que existe uma relação entre o *underpricing* de um IPO e o risco percebido pelos investidores em relação ao valor da ação. Um banco de investimento que "engana" nesse equilíbrio de preços baixos perderá os potenciais investidores (se o *underpricing* não for baixo suficiente) ou os emissores (se o *underpricing*

for muito baixo), e assim perderá a sua reputação. Dessa forma, a percepção subjetiva de risco do investidor pode diferir da expectativa do banco, devendo, portanto, serem considerados na percepção do risco total do negócio. Assim, foi desenvolvida a terceira proposição:

*Proposição 3: A percepção de risco que os investidores têm da empresa emissora influencia no risco para os bancos de investimento, impactando nos custos das comissões bancárias.*

Os riscos de mercado são importantes para a emissão de ações. De acordo com Szylar (2014) o risco de mercado é o risco de os investimentos perderem valor com base nas flutuações diárias dos preços do mercado, que são influenciados por fatores que vão desde o desempenho da empresa até fatores econômicos, notícias políticas e eventos de importância nacional. Na visão de Ritter e Welch (2002) as condições de mercado se constituem como o fator mais importante que deve ser considerado em uma decisão de ir a público e fazer um IPO, pois além dos riscos de curto prazo, os riscos de mercado podem ocasionar impactos controversos na performance de longo prazo do IPO.

Os bancos devem desenvolver estratégias sólidas para gerenciar os riscos de mercado em suas atividades e negócios. A estratégia deve primeiro determinar o nível de risco de mercado que a instituição está preparada para assumir (Szylar, 2014). Os bancos de investimento têm comitês de risco que analisam as atividades, aprovam novos negócios e aprovam limites de risco de mercado.

Uma ferramenta chave que os bancos de investimento usam para medir o risco nas negociações é o *value at risk* (VaR). O VaR representa a perda potencial de valor devido a movimentos de mercado adversos ao longo de um horizonte temporal definido (Stowell, 2013).

Entre os vários fatores que influenciam nos custos de emissão, os resultados do estudo de Levis, Meoli e Migliorati (2012) apontam que ambas as taxas e os descontos cobrados na emissão aumentam devido as condições de mercado. Estando relacionados a alta demanda por serviços de subscrição, condições desfavoráveis as empresas e a uma posição de negociação mais forte dos bancos de investimentos com as empresas emissoras. Dessa maneira, foi elaborada a quarta proposição:

*Proposição 4: Quanto maior a percepção dos riscos de mercado que o banco de investimento tem, maiores tendem a ser os custos das comissões na emissão para compensar esses riscos.*

#### 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As empresas na medida em que crescem, necessitam de recursos financeiros para desenvolver suas atividades. O alto custo do endividamento faz com que as emissões de ações se configurem como uma alternativa atrativa para levantar capital para investimentos. Invariavelmente, os custos associados as emissões de ações reduzem a acessibilidade ao mercado de capitais, notadamente das comissões dos bancos de investimento que representam a parcela mais significativa dos custos.

Os bancos de investimento, por sua vez, precisam cobrir os riscos envolvidos na emissão das ações, já que agem como tomadores de risco no processo, muitas vezes garantindo a compra dos títulos emitidos. Dessa forma, quanto maior o risco percebido em uma emissão, os bancos de investimento tendem a cobrar maiores comissões para compensar os riscos envolvidos, da mesma forma que empresas tidas como menos arriscadas tendem a

ter um menor custo de emissão. Entre os fatores que influenciam na percepção dos riscos, os indicadores financeiros da firma têm um papel relevante na avaliação, assim como a transparência da empresa e a governança corporativa, a percepção de risco dos investidores com relação a empresa e os riscos de mercado.

O presente trabalho teve como objetivo principal identificar como a percepção de risco dos bancos de investimento podem influenciar nos custos de emissão de ações, tema ainda muito pouco desenvolvido nas pesquisas nacionais. Foi elaborado quatro proposições para serem testadas empiricamente no mercado de capitais brasileiro, tendo em vista a importância do desenvolvimento desse mercado para o desenvolvimento econômico, sendo de destacada importância investigar com maior profundidade através de pesquisas futuras os fatores que influenciam nesses custos.

Os resultados que se pode atingir com o desenvolvimento das proposições podem auxiliar os estudantes, pesquisadores e administradores a entender melhor os requisitos técnicos e econômicos sobre os custos de emissão de ações, revisando a literatura e ampliando os debates e o conhecimento sobre o tema. Auxiliando as empresas na formulação de estratégias de emissão com menores custos, ampliando dessa forma a acessibilidade ao financiamento por emissão de ações, aumentando a atratividade do mercado de capitais e contribuindo, conseqüentemente, com o desenvolvimento econômico brasileiro.

## REFERÊNCIAS

- Aguiar, A. B., Corrar, L. J. & Batistella, F. D. (2004). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*, São Paulo, 39 (4), 338 - 347.
- Alcantara, J. C. G. (1980). O modelo de avaliação de ativos (*capital asset pricing model*) – aplicações. *Revista de Administração*, 20, (3), 31-41.
- Alexander, C. (2008). *Market Risk Analysis: Pricing, Hedging and Trading Financial Instruments*. John Wiley & Sons Ltd. Vol. 3.
- Alti, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure? *Journal of Finance*, 61 (4), 1681–1710.
- Ang, J. S. & Brau, J. C. (2002). Firm transparency and the costs of going public. *The Journal of Financial Research*, XXV (1), 1-17, Spring.
- Aven, T. (2012). The risk concept - historical and recent development trends. *Reliability Engineering and System Safety*, 99, 33-44.
- Bah, R.; & Dumontier, P. (2001). R&D intensity and corporate financial policy: some international evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (5-6), 671-692, June/July.
- Banks, E. (2009). *Risk and Financial Catastrophe*. Palgrave Macmillan.
- Beatty, R. P. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15 (1–2), 213-232.
- Bessler, W. & Thies, S. (2006). Initial Public Offerings, Subsequent Seasoned Equity Offerings, and Long-Run Performance: Evidence from IPOs in Germany. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 11 (3), 1-37.

- Chen, H. & Ritter, J. (2010). The seven percent solution. *Journal of Finance*, 55 (3), 1105-1131.
- Chen, W. P., Chung, H., Lee, C. & Liao, W. L. (2007). Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings. *Corporate Governance: An International Review* 15 (4), 644-660.
- Cunha, J. V. A. & Ribeiro, M. S. (2008). Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 1 (1), 1-23.
- Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance* (4a. ed.), Wiley, USA. .
- Dugar, A. & Nathan, S. (1995). The Effect of Investment Banking Relationships on Financial Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations. *Contemporary Accounting Research*, 12 (1), 131-160.
- Fama, E. & French, K. (2005). Financing Decisions: who issues stock? *Journal of Financial Economics*, 76 (3), 549-582.
- Forte, D., Barros, L. A. & Nakamura, W. T. (2013). Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. *BAR, Braz. Adm. Rev.*, 10 (3), 2013.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 107-155.
- Jenkinson, T. & Ljungqvist, A. (2001). *Going Public: The theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. (2a. ed.). Oxford University Press.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185 (4157), 1124-1131.
- Kaplan, S. (1991). Risk Assessment and Risk Management – Basic Concepts and Terminology. In *Risk Management: Expanding Horizons in Nuclear Powermand Other Industries*, Hemisphere Publ. Corp., Boston, MA, 11-28.
- Kim, W. & Weisbach, M. S. (2005). Do Firms go public to raise capital? *National Bureau Of Economic Research*, 2005.
- Lee, G. & Masulis, R. W. (2008). Seasoned Equity Offerings: Quality of Accounting Information and Expected Flotation Costs. *Journal of Financial Economics*, 92 (3), 443-469.
- Levis, M., Meoli, M. & Migliorati, K. (2012). *The Impact of the Financial Crisis on SEO Fees*. European Financial Management Association (EFMA), Barcelona.
- Lowrence, W. W. (1976). *Of Acceptable Risk: Science and the Determination of Safety*. Kaufmann, William, Incorporated, Los Altos, Calif..
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187–221.
- Oliveira, B. C. (2015). *Custos de Emissão de Ações, Endividamento e Restrições Financeiras*, Tese (Doutorado em Administração), Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Oliveira, J. C. T. & Frascaroli, B. F. (2014). Impacto dos fatores macroeconômicos na emissão de ações na bolsa de valores. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(1), 30-51.

- Pimentel, R. C. (2015). Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26 (69), 290 - 303.
- Reynolds, J. N. & Newell, E. (2011). *Ethics in Investment Banking*. Palgrave Macmillan, UK.
- Ribeiro Neto, R. M. & Famá, R. (2002). Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro - o novo mercado. *Revista de Administração*, 37 (1), 29-38.
- Ritter, J. R. (1987). The costs of going public. *Journal of Financial Economics*, 19 (2), 269-281.
- Ritter, J. R. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *The Journal of Finance*, 57 (4), 1795-1828.
- Rossi Júnior, J. L. & Marotta, M. (2010). Equity Market Timing: Testando através de IPO no Mercado Brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 8 (1), 85-101.
- Santos, C. M., Pimenta Júnior, T. & Cicconi, E. G. (2009). Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. *Revista de Administração*, 44 (1), 70-81.
- Securato, J. R. (Coord.). (2005). *Mercado financeiro e análise de investimento*. São Paulo: Saint Paul.
- Soares, E. R. & Galdi, F. C. (2011). Relação dos modelos DuPont com o retorno das ações no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22 (57), 279 - 298.
- Stowell, D. (2013). *Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*. (2a. ed.). Elsevier.
- Szyilar, C. (2014). *Handbook of Market Risk*. John Wiley & Sons.
- Tamari, M. (1966). Financial Ratios as a Means of Forecasting Bankruptcy. *Management International Review*, 6 (4), 15-21.
- Tavares, F. O., Pacheco, L. & Almeida, E. F. (2015). Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal. *Revista de Administração*, 50 (2), 254-267.
- Teece, D. & Leih, S. (2016). Uncertainty, Innovation, and Dynamic Capabilities. *California Management Review*, 58 (4), 5-12.