

4

Resultados Empíricos

4.1

As Empresas Mais Endividadas Perdem com as Privatizações?

A Tabela 7.4 traz um sumário das regressões para as 30 empresas não financeiras mais endividadas. No Painel A desta tabela temos a análise descritiva dos coeficientes estimados a partir da equação (3-3), para cada empresa da amostra. Estas equações foram estimadas conjuntamente por *Seemingly Unrelated Regressions* (SUR). Com isso, implementamos uma correção nas estatísticas de teste pela correlação transversal nos dados.¹

De modo geral, os resultados do Painel A da Tabela 7.4 não sugerem que o impacto das privatizações e liquidações dos bancos oficiais sobre estas empresas seja significativa. Das 30 empresas estudadas, 12 apresentaram sinal positivo para o impacto econômico das privatizações, estimados por γ , embora nenhum destes 12 coeficientes positivos tenham sido significativos. Dentre as 18 empresas da amostra que apresentaram γ 's negativos, duas tiveram seus coeficientes significantes ao nível de confiança de 10%. Encontrar apenas dois coeficientes negativos e significantes dentre os 30 coeficientes estimados para o impacto econômico dos eventos não configura evidência suficiente de que as privatizações elevaram o *spread*, causando prejuízo para os tomadores de recursos. Esta observação está em desacordo com o argumento dos críticos das privatizações.

Ainda no Painel A, vemos que nenhuma das empresas endividadas apresentou um componente de antecipação dos impactos das privatizações, medido por α , positivo e significativo. Entretanto, três coeficientes com valores negativos foram significantes ao nível de 10% (duas destas empresas são firmas grandes: Acesita e Lojas Americanas). Ainda que não seja uma

¹Binder(1985) adverte que esta correção para a correlação no *cross section* é especialmente importante quando os eventos afetam todas as empresas ao mesmo tempo. Além disso, em nosso caso todas as empresas apresentam um elevado grau de endividamento, o que faz supor que os eventos as afetem de uma forma similar, reforçando a importância do SUR.

evidência forte, este resultado sugere um certo grau de “surpresa” na efetivação da privatização, isto é, se havia crença de que o leilão seria suspenso na data anunciada para a privatização, esta foi contrariada pela realização do mesmo. As empresas, cujos coeficientes estimados indicam antecipação dos anúncios de privatização e liquidação, são Petrobras, Ambev e Sabesp.

No Painel B da Tabela 7.4 apresentamos testes para as médias dos parâmetros estimados, utilizando um teste *Qui-quadrado*. Rejeita-se que o impacto econômico das privatizações sobre as empresas de capital aberto mais endividadas seja significativo com um *p-valor* de 0,66. O impacto no dia do anúncio, dado pela média de $\alpha + \gamma$, e o componente de antecipação, dado pelo α médio, também são não significantes.

Por fim, o Painel C da Tabela 7.4 mostra que os resultados do Painel A são robustos para a presença de correlação serial e heterocedasticidade. Neste último painel as estatísticas de teste foram corrigidas para correlação serial, ao invés da correlação transversal. Para isso, utilizamos a matriz de variância-covariância corrigida de Newey-West. O método consiste em estimar as regressões individualmente por *Ordinary Least Squares* (OLS) e aplicar uma função núcleo (*kernel*) na matriz de variância-covariância dos resíduos. Utilizamos esta matriz de distúrbância ponderada para calcular as estatísticas robustas para os testes. Os resultados corroboram aqueles do Painel A e mostram que um componente de antecipação negativo perdeu a significância (tal perda se deu no coeficiente estimado para as Lojas Americanas).

Outra maneira de conferir robustez aos resultados é simular portfólios compostos por ações destas empresas e, então, repetir a Análise de Eventos de Malatesta & Thompson (1985). A análise com portfólios tem a vantagem de implementar ao mesmo tempo as correções para as duas dimensões da correlação: serial e transversal (*cross section*). Por outro lado, os resultados desta análise dependem da escolha arbitrada para as ponderações que as ações levam na composição dos portfólios. Nós apresentamos duas alternativas na Tabela 7.5. Uma que atribui pesos iguais para todas as ações na carteira simulada e outra que leva em conta os valores de mercado para definir esta ponderação. Note que na Tabela 7.5 as regressões utilizam os retornos percentuais diários ao invés dos retornos financeiros, porém os resultados têm a mesma interpretação: γ negativo, caso as privatizações imponham perdas às empresas; α positivo quando há antecipação de que as privatizações reduzem o retorno das empresas mais endividadas; e $\alpha + \gamma$ negativo se o impacto no dia do anúncio for um retorno anormal negativo.

Obtendo as estatísticas robustas por Newey-West, os resultados da

Tabela 7.5 confirmam e reforçam os resultados apresentados na Tabela 7.4. A Tabela 7.5 também sugere que as privatizações e liquidações não impõem perdas às empresas mais endividadas. Na carteira formada pela média aritmética dos retornos das empresas, o parâmetro que captura o impacto econômico do programa foi negativo e não significativo (γ estimado em $-0,2647$ e com p -valor igual a $0,2324$). Mais ainda, embora o impacto estimado para o dia do anúncio seja negativo ($\alpha + \gamma = -0,2459$), ele é não significativo (p -valor = $0,2668$). Os coeficientes do portfólio ponderado pelos valores de mercado também são não significantes e têm os mesmos sinais que o do portfólio igualmente ponderado ($\gamma = -0,1987$, com p -valor = $0,3724$ e $\alpha + \gamma = -0,1625$, com p -valor = $0,4644$).

Resumidamente, os resultados apresentados nas Tabelas 7.4 e 7.5, com correções para os dois tipos de problemas de correlação que podem aparecer nos dados, apontam que as privatizações dos bancos oficiais não imprimiram o efeito perverso de perda de valor para as empresas mais endividadas negociadas na Bovespa. A leitura que fazemos desse resultado é que o custo de financiamento para estas empresas não foi significativamente influenciado pelas privatizações e liquidações dos bancos oficiais.

4.2

Os Bancos Privados Ganham com as Privatizações?

A Tabela 7.6 é análoga à Tabela 7.4, trazendo os resultados das regressões para os 10 bancos privados da amostra. Desta vez, a hipótese do teste é que o impacto econômico, medido pelos γ 's, é positivo para os bancos privados. Um resultado como este revelaria que os bancos privados teriam obtido ganhos em termos de poder de mercado nas privatizações dos bancos oficiais. De fato, o sinal da média dos coeficientes que estimam o impacto econômico dos anúncios de privatização é positivo ($\bar{\gamma} = 834,24$, em milhares de Reais). Contudo, o teste de média no Painel B da Tabela 7.6 mostra que o gama médio é não significativo, com um p -valor de $0,88$.

Ainda no Painel A da Tabela 7.6, vemos que o componente médio de antecipação é positivo ($\bar{\alpha} = 364,16$, em milhares de Reais), mas não significativo (p -valor = $0,70$), como pode ser visto no Painel B da Tabela 7.6. As estatísticas de teste com correção para correlação serial nos dados confirmam os resultados apresentados no Painel A da Tabela 7.6, como pode ser visto no Painel C da mesma tabela.

Estes resultados fornecem evidências da insignificância do impacto das privatizações e liquidações de bancos oficiais sobre os bancos privados,

revelando que os bancos oficiais não provocavam no mercado bancário o efeito de aumento do poder de mercado dos bancos privados, como postulam os críticos das privatizações.

Mais uma vez, para investigar a robustez dos nossos resultados, vamos determinar os impactos das privatizações sobre portfólios constituídos por ações dos bancos privados. A Tabela 7.7 apresenta os coeficientes estimados para os portfólios igualmente ponderado e com pesos determinados pelo valor de mercado dos bancos. As estatísticas calculadas são robustas para autocorrelação e heterocedasticidade. Diferentemente da análise desagregada, a análise com os portfólios aponta um impacto econômico significativo das privatizações sobre os bancos privados. O coeficiente γ obtido para o portfólio de pesos iguais, que revela o impacto econômico das privatizações e liquidações dos bancos oficiais sobre esta carteira, é positivo ($\gamma = 0,4647\%$ ao dia) e significativo (p -valor igual a 0,03). O mesmo se verifica para o coeficiente γ do portfólio ponderado pelo valor de mercado ($\gamma = 0,4598\%$ ao dia e p -valor de 0,02). Os impactos nos anúncios para os dois portfólios também são positivos e significantes, como os γ , mas a antecipação é rejeitada para o portfólio ponderado pelos valores de mercado: $\alpha = 0,0435\%$ ao dia e p -valor igual a 0,22.

Apesar do aumento da lucratividade do banco privado ser uma implicação direta da hipótese que a privatização aumenta o poder de mercado dos bancos privados, ela também é uma implicação consistente com a hipótese de acirramento da competitividade, desde que algum banco privado mais eficiente passe a desfrutar desta sua vantagem competitiva na ausência do banco oficial, como mostra o modelo da Seção 2.1. Um resultado que distinguiria estas duas hipóteses seria um aumento no lucro médio dos bancos privados, o que o Painel B da Tabela 7.6 nos mostrou não ser verdade. A interpretação que ganha respaldo é que a de que as privatizações levam os bancos privados incumbentes a uma “guerra” por mercados, na qual alguns deles aumentam sua lucratividade, ao mesmo tempo em que impõem perdas a outros.

Como houve diferença nos resultados dos testes dos valores médios dos coeficientes entre o Painel B das Tabela 7.6 e a Tabela 7.7, conduzimos a análise a um nível mais desagregado. Nosso objetivo é evidenciar o motivo da diferença nos resultados. Para tanto, considere os coeficientes estimados para cada banco privado apresentados na Tabela 7.8. Nos chama atenção que na Tabela 7.8 temos alguns bancos lucrando com as privatizações, enquanto que outros têm perdas. As privatizações e liquidações de bancos oficiais conferem ao Banco Real uma apreciação de seu valor de mercado que é

estatisticamente significativa ($\gamma = 9,3$ milhões de Reais, com *p-valor* de 0,001). A maior perda é registrada pelo Unibanco (16 milhões de Reais), mas essa perda não é significativa ao nível de 10% (*p-valor* de 0,21). Os valores dos impactos econômicos sobre o Bradesco e Itaú, que em princípio são elevados, perdem expressão quando comparados com os valores de seus ativos, apresentados na Tabela 7.3. Esta observação de ganhos e perdas no setor bancário atende à implicação de nosso modelo, pois é evidência de que apesar dos bancos oficiais não reduzirem o poder de mercado no setor bancário, eles podem proteger algumas instituições de uma competição mais acirrada, na qual os alguns bancos buscam expansão da sua base de clientes às custas de outros.

4.3

Testando o Poder de Mercado na Indústria Bancária Brasileira

O experimento que encerra o trabalho tem um escopo mais amplo. Para aumentarmos a confiança na interpretação dada aos resultados, que enfatizam ganhos e perdas estratégicas em um mercado oligopolizado, queremos encontrar indícios de existência de poder de mercado na indústria bancária brasileira. Sem um certo grau de poder de mercado, choques como as privatizações não deveriam alterar as estratégias de atuação dos bancos privados. Em outras palavras, sob competição perfeita a interpretação que demos aos resultados das análises empíricas não caberia.

Nossa estratégia para identificar a existência de poder de mercado na estrutura bancária é mostrar que o setor financeiro responde de maneira estratégica a choques distintos das privatizações e liquidações que estudamos até agora. Em particular, consideraremos o impacto de um choque nos custos de captação, ou seja, alterações da SELIC.² Em um ambiente competitivo, todo choque de custo deveria ser acomodado com o repasse integral aos clientes. Sendo assim, os preços das ações dos bancos não deveriam apresentar sensibilidade anormal às variações da SELIC. Por outro lado, se há poder de mercado, os choques de custos têm efeitos estratégicos sobre os bancos, provocando a revisão dos preços de suas ações.

Nesta análise do impacto de variações no custo de captação, incluiremos na amostra as ações do Banco do Brasil, do Banespa e do Barinsul. O motivo para esta inclusão é que queremos testar a reação do setor bancário

²A taxa SELIC referencia os juros básicos da economia brasileira. As revisões de meta para a SELIC acontecem em reuniões mensais do Comitê de Política Monetária Brasileiro, o COPOM.

como um todo, independente do tipo de controle da instituição financeira. Além disso, o período para testar os impactos da SELIC é mais longo: os dados vão de agosto de 1996 até janeiro de 2005.

A metodologia de teste é exatamente a mesma da seção anterior. Procuramos nos anúncios de meta para a SELIC retornos anormais para as instituições financeiras da amostra. Ao encontrarmos retornos anormais teremos evidências de que a lucratividade dos bancos da economia foi afetada pelo anúncio. O prospecto de mudança na lucratividade com uma alteração exógena nos custos de todos os bancos sugere, pelo menos, a existência de algum poder de mercado no setor, permitindo que os bancos reajam estrategicamente às mudanças.

Os resultados sugerem que as notícias de queda e manutenção na meta da SELIC não tiveram impactos sobre os bancos, mas movimentos de alta sim. A Tabela 7.9 apresenta o sumário das regressões utilizadas na análise de sensibilidade do valor de mercado das instituições financeiras ao movimento de alta na SELIC. O Painel A da Tabela 7.9 mostra que o γ médio, que estima o impacto econômico do evento, é de quase 9 milhões de Reais, enquanto que Painel B desta mesma tabela mostra que este impacto de alta na meta da SELIC sobre os bancos foi significativo a um nível de confiança de 10% (p -valor de 0,08). Da mesma forma, os Painéis A e B da 7.9 mostram que, em média, o setor realizou um ganho econômico nos anúncios de alta da SELIC da ordem de 8 milhões de Reais e que o componente de antecipação médio foi baixo (incorporação de uma perda prévia de 160 mil Reais) e não significativo. Quatro bancos apresentam impactos significativos nos anúncios ($\alpha + \gamma$ diferente de zero), dois deles com impactos positivos e dois negativos. Estes impactos individualmente significantes e de sinais opostos sugerem, mais uma vez, que as instituições financeiras realmente se comportam de maneira estratégica frente às variações em seu ambiente de atuação.