

Aline Carli Lex

**IPOs no Novo Mercado: Estratégias de
Capitalização ou de Saída?**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Departamento de Economia
Programa de Pós-Graduação em Economia

Rio de Janeiro
Março de 2007

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.



Aline Carli Lex

IPOs no Novo Mercado: Estratégias de Capitalização ou de Saída?

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Walter Novaes

Rio de Janeiro
Março de 2007



Aline Carli Lex

IPOs no Novo Mercado: Estratégias de Capitalização ou de Saída?

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Walter Novaes

Orientador

PUC-Rio

Marco Bonomo

EPGE - FGV

Ricardo Leal

COPPEAD-RJ

João Pontes Nogueira

Coordenador Setorial do Centro de Ciências Sociais – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 15 de Março de 2007

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização do autor, do orientador e da universidade.

Aline Carli Lex

Graduou-se em Administração de Empresas pela EAESP-FGV em 2002. Cursou entre 2005 e 2006 o Mestrado em Economia da PUC-Rio.

Ficha Catalográfica

Lex, Aline Carli

IPOs no Novo Mercado: estratégias de capitalização ou de saída? / Aline Carli Lex; orientador: Walter Novaes. – 2007.

50 p. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Economia)– Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

Inclui bibliografia

1. Economia – Teses. 2. Ofertas públicas iniciais de ações (IPOs). 3. Novo Mercado. 4. Diversificação. 5. Captação. I. Novaes, Walter. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. III. Título.

CDD: 330

À minha família

Agradecimentos

Ao meu orientador, Professor Walter Novaes, pela disposição, dedicação e atenção dispensada desde o início deste projeto.

A todos os professores do Departamento de Economia da PUC-Rio, pelo aprendizado que me proporcionaram ao longo do curso.

Aos funcionários do Departamento de Economia da PUC-Rio, pelo suporte e paciência.

À CAPES, pelo auxílio financeiro.

A todos os colegas de mestrado, pelo agradável convívio, e em especial a Edson Severnini, Joana Naritomi, Júlia Klein, Nelson Camanho e Ricardo Fibe Gambirasio pelo apoio, aprendizado, companheirismo e amizade.

A toda a minha família, em especial, a meus pais, Rose e Roberto, e a minha irmã, Lívia, por, cada um a sua maneira, servirem de exemplo de determinação para mim. Sem eles não teria chegado até aqui e com eles divido o mérito por esse trabalho.

Ao Filipe, por toda paciência, amor e carinho a mim dedicados.

Resumo

Lex, Aline Carli; Novaes, Walter (Orientador). **IPOs no Novo Mercado: Estratégias de Capitalização ou de Saída?** Rio de Janeiro, 2007, 50 p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Nos últimos 10 anos, bolsas de valores de vários países buscaram alianças ou implementaram novas regras de governança que, em geral, visam a proteger os acionistas minoritários. O Novo Mercado foi criado pela BOVESPA dentro desse contexto, inspirado no *Neuer Markt* alemão. Ao aderir às regras do Novo Mercado, as firmas garantem um maior nível de proteção aos seus acionistas minoritários, o que deve levar a um aumento dos preços das ações e, conseqüentemente, da capacidade de financiamento dessas firmas via mercado de capitais. Utilizando uma amostra de 46 Ofertas Públicas Iniciais de Ações de empresas privadas ocorridas na BOVESPA de 1994 a 2006, encontramos evidência de que empresas que optam pelo Novo Mercado, em média, vendem uma fração maior de seu capital (9,52% a mais) do que as empresas que optam por outros segmentos da BOVESPA. Nosso estudo também mostra um benefício do Novo Mercado ao qual não se tem dado tanta atenção. O aumento do preço facilita a venda de parte das ações existentes dos acionistas controladores, possibilitando uma diversificação de riqueza a custos mais baixos. O Novo Mercado parece ser tão importante para a capacidade de financiamento das empresas como para os ganhos de diversificação dos controladores.

Palavras-chave

Ofertas Públicas Iniciais de Ações (IPOs), Novo Mercado, Diversificação, Captação

Abstract

Lex, Aline Carli; Novaes, Walter (Advisor). **IPOs at Novo Mercado: Capitalization or Exit Strategies?** Rio de Janeiro, 2007, 50 p. MSc Dissertation – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

For the last 10 years, stock exchanges from several countries have been searching for alliances or implementing new corporate governance rules in order to protect minority shareholders. The Novo Mercado (New Market) was created by the Brazilian stock exchange, BOVESPA, in this context, inspired by the German *Neuer Markt*. By adhering to Novo Mercado rules, firms guarantee a higher level of minority shareholder protection, which should lead to an increase in stock prices and, as a consequence, on firm's financing capacity through capital markets. Using a sample of 46 Initial Public Stock Offerings at BOVESPA from 1994 until 2006, we find that companies that list their shares at Novo Mercado sell, on average, a bigger fraction of their capital (9.52% more) when compared to those that list at other segments in BOVESPA. Our study also shows a benefit of Novo Mercado that has not being much discussed. Higher stock prices make it less costly for controlling stockholders to diversify their wealth. The Novo Mercado seems to be as relevant for financing companies as for diversifying shareholders' portfolios.

Keywords

Initial Public Stock Offerings (IPOs), New Market (Novo Mercado), Diversification, Financing

Sumário

Introdução	10
2 Os Níveis Especiais da BOVESPA	16
3 Descrição da Amostra.....	19
3.1 Base de Dados e Seleção da Amostra.....	19
3.2 Estatística Descritiva	21
4 Explicando a Fração Vendida nos IPOs e o Desconto Inicial	23
4.1 Modelo Econométrico.....	24
4.2 Resultados	29
5 Capitalização ou Diversificação: Comparando os Ganhos da Firma e do Acionista Controlador.....	31
5.1 Modelo Econométrico.....	31
5.2 Resultados	35
6 Considerações finais.....	37
7 Referências Bibliográficas	40
8 Apêndice	43
8.1 Lista de Acionistas Vendedores no IPO	43
8.2 Lista de IPOs.....	44
8.3 Tabelas.....	45

Lista de Tabelas

Tabela 1: Evolução das Ofertas Públicas Iniciais (IPOs)	45
Tabela 2: Distribuição Setorial dos IPOs	46
Tabela 3: Estatística Descritiva Uni-variada dos IPOs.....	47
Tabela 4: Impacto do Novo Mercado no Percentual Total das Ofertas....	48
Tabela 5: Impacto do Novo Mercado no Percentual das Ofertas Primárias e Secundárias Modelo I	49
Tabela 6: Impacto do Novo Mercado no Percentual das Ofertas Primárias e Secundárias – Modelo II	50

Introdução

Apesar do grande desenvolvimento do mercado de capitais nas últimas duas décadas, a localização geográfica parece ainda não ter se tornado irrelevante (Pagano, Randl, Röell e Zechner – 2001). Diferentes sistemas jurídicos e níveis de proteção aos acionistas minoritários acabam por desestimular o investimento em países onde a possibilidade de acionistas majoritários extraírem benefícios privados é maior, conforme La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer e Vishny (1998). A falta dessa proteção aos acionistas minoritários não apenas prejudica estes, mas também os próprios acionistas controladores, que vêem a capacidade de sua empresa de captar recursos no mercado acionário bastante limitada.

Diante disso, muitas empresas optam por fazer a listagem de suas ações em mais de uma bolsa (*cross-listing*). Dois motivos impulsionam essa listagem. O primeiro é o acesso a um maior fluxo de recursos. Reese e Weisbach (2002) mostram que, após listarem suas ações no mercado americano de ADRs (*American Depositary Receipts*), muitas firmas européias passaram a fazer intenso uso desses mercados para financiar suas necessidades de capital. Em contraste, após listarem suas ações nos Estados Unidos, empresas em países emergentes passam a fazer um maior uso dos mercados de capitais de seus países de origem. Essa evidência é consistente com um segundo motivo para a listagem de ações: um maior comprometimento com regras de transparência e governança corporativa, que assegurem os direitos dos acionistas minoritários.

A atração de capital por grandes bolsas, principalmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, acabou criando algumas distorções nos mercados locais como: redução do tamanho relativo – em número de listagens e em volume –, perda de liquidez e menor capacidade de financiamento das empresas. No Brasil, por exemplo, números do fim de 2006 mostram que somente 394 firmas têm ações listadas (capitalização de US\$ 722,6 bilhões), sendo que apenas na New York Stock Exchange (NYSE) são 2764 empresas listadas (capitalização de

US\$ 25 trilhões). Mesmo que levemos em consideração o tamanho das duas economias, a diferença brutal persiste, equivalendo a uma capitalização sobre PIB de 0,91 contra 2, respectivamente.¹ Como Rajan e Zingales (1998) argumentam, o enfraquecimento do mercado de capitais brasileiro impõe barreiras ao crescimento econômico.

Para reverter a tendência de queda de seus negócios, várias bolsas de valores criaram nos últimos 10 anos regras de transparência e governança corporativa, que, presumivelmente, replicariam algumas das vantagens dos mercados de capitais americanos. Em particular, sob a inspiração do projeto pioneiro do *Neuer Markt* da bolsa alemã, a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) lançou em dezembro de 2000 os Níveis 1 e 2 de governança e o Novo Mercado; segmentos de listagem destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem voluntariamente com a adoção de regras de transparência e práticas de governança que vão além do exigido pela legislação brasileira. Dentre esses três segmentos, o Novo Mercado requer o nível mais alto de governança, seguido pelo Nível 2.

Após anos de estagnação, o Novo Mercado passou a atrair uma grande atenção do mercado a partir de 2005. De fato, esse segmento passou a ser o destino de 28 dentre as 36 empresas que fizeram suas ofertas públicas iniciais de ações entre 2005 e 2006. Nesses dois anos, seu volume de captação foi mais de três vezes superior à captação dos outros segmentos de listagem.

Ao optar por listar suas ações no Novo Mercado, as firmas se comprometem a regras que garantem um maior nível de proteção ao acionista minoritário, permitindo assim que suas ações passem a valer mais. A consequência mais discutida desse aumento de preços é uma maior capacidade de financiamento das empresas via mercado de capitais. Pouco discutido, porém, é o benefício que o Novo Mercado pode oferecer aos acionistas controladores. O aumento do preço permite que empreendedores diversifiquem sua riqueza – via venda de parte de suas ações na oferta inicial – a custos mais baixos. Esse

¹ Os números tanto da BOVESPA como da NYSE são do fim de 2006. Porém, os números de PIB são de fim de 2005.

benefício está associado a um dos ingredientes básicos para o crescimento econômico: os incentivos para desenvolvimento de novos negócios. O objetivo desse artigo é comparar a relevância desses dois potenciais benefícios do Novo Mercado: aumento da capacidade de financiamento das empresas e redução dos custos dos empreendedores de diversificar sua riqueza.

Para tanto, utilizamos uma amostra de 46 aberturas de capital por oferta pública de ações (referidas daqui em diante como IPOs) ocorridas entre 1994 e 2006 na BOVESPA. O IPO é a primeira vez que se vendem ações da empresa em um mercado organizado. Parte dessas ações vendidas vem de emissões de novas ações da firma (ofertas primárias) e parte vem da venda de ações existentes em poder dos acionistas antes do IPO (ofertas secundárias). Enquanto as ofertas primárias representam entrada de recursos para a firma, as ofertas secundárias possibilitam que os antigos acionistas diversifiquem sua riqueza. A separação das emissões de um IPO entre primárias e secundárias, portanto, permite-nos avaliar seu impacto sobre a capacidade de financiamento da firma e sobre a diversificação da riqueza dos empreendedores.

Mas como avaliar o impacto do Novo Mercado sobre a capacidade de financiamento das firmas e sobre os custos da diversificação de riqueza dos empreendedores? Uma medida de custo tradicional na literatura de IPOs é o desconto inicial. Esse desconto, também chamado de *underpricing*, é dado pela razão percentual entre o preço de fechamento e o preço inicial (de prospecto) do primeiro dia de negociação da ação. Em tese, um desconto alto sugere que o preço do IPO foi bastante abaixo do seu valor de mercado, revelado ao fim do primeiro dia de negociação. Esse baixo preço implica um custo para a empresa, que poderia ter recebido uma maior parcela de recursos na emissão primária, e para os acionistas antigos, que poderiam ter vendido sua participação por um maior preço. Sendo assim, o desconto inicial é um custo indireto da emissão tanto para a empresa, como para os acionistas antigos.

O desconto inicial foi um tema vastamente estudado na literatura internacional de IPOs nas décadas de 80 e 90. Ritter (1987), por exemplo, encontra que, entre 1977 e 1982, o desconto inicial dos IPOs nos Estados Unidos

foi de 15%. Ou seja, em média, o retorno de um investidor que adquirisse uma ação de um IPO americano no período era de 15% no dia.² Para o Brasil, estudos anteriores ao Plano Real, quando o Brasil ainda sofria de hiperinflação, encontram um desconto inicial médio de 78,5% entre 1980 e 1990, segundo Aggarwal, Hernandez e Leal (1993), em uma amostra de 64 IPOs.³

Há várias teorias que tentam explicar o *underpricing*, Michaely e Shaw (1994) e Koh e Walter (1989), entretanto, encontram evidência empírica para o modelo de Rock (1986). Este argumenta que o desconto inicial é resultado da existência de investidores com vantagens informacionais sobre o preço de colocação das ações do IPO. Tais investidores não entrariam em IPOs com preços inflados, enquanto fariam grandes pedidos de compra em IPOs a baixos preços. Logo, é maior a probabilidade de investidores não informados terem seus pedidos atendidos em IPOs a preços inflacionados. Investidores não informados, portanto, deveriam entrar em IPOs apenas se, em média, seus preços embutissem um prêmio que compensasse a perda esperada devido à potencial presença de investidores informados. O desconto inicial do IPO vem, então, da preocupação da firma em assegurar que investidores não informados participem do IPO: quanto maior a perda esperada que os investidores informados imponham aos desinformados, maior o desconto inicial.

Nesse sentido, o desconto inicial deve aumentar com a opacidade da empresa emissora, pois os ganhos de informação privilegiada devem ser maiores em circunstâncias de grande incerteza sobre o valor fundamental da firma. Espera-se, pois, que com o aumento de transparência a que se propõem os regimes especiais de listagem da BOVESPA, o desconto inicial seja reduzido. Claramente, nossa primeira medida de ganho do Novo Mercado – a redução do desconto inicial – cobre benefícios para as empresas emissoras e para os acionistas antigos; benefícios esses que estimulam a listagem de ações em bolsa.

² Mais precisamente, o retorno inicial médio foi de 15% para IPOs em que o banco de investimento responsável pela comercialização se compromete a comprar as ações que não forem vendidas (*firm commitment*) e 48% para os IPOs sem esse tipo de comprometimento (*best efforts*).

³ Ver também Ness e Pereira (1980), Leal (1989), Táboas (1992) e Leal (2004).

É pouco provável, porém, que o desconto inicial capture todos os benefícios potenciais do Novo Mercado. Em particular, o desconto inicial não incorpora os ganhos gerados por práticas de governança que garantam os direitos presentes e futuros dos acionistas minoritários. Esse comprometimento aumenta o valor das ações para os minoritários, implicando um aumento do preço da ação que, em princípio, induz a firma a emitir um maior número de ações e estimula os acionistas existentes a venderem uma fração maior de sua participação na firma. Nossa segunda medida de ganhos da BOVESPA, portanto, é o percentual de ações que a firma (emissões primárias) e os acionistas antigos (emissões secundárias) vendem no IPO.

A partir das nossas duas medidas de ganhos do Novo Mercado (desconto inicial e fração vendida no IPO), documentamos que, na nossa amostra de 46 IPOs entre 1994 e 2006, o desconto inicial médio dos IPOs no Novo Mercado (33 IPOs) é de 6,24%, enquanto o desconto inicial dos demais IPOs (13) é de 16,47%. Apesar de a diferença ser economicamente relevante, ela não é estatisticamente significativa (p-valor de 0,17). As médias do desconto inicial, assim, dão-nos evidência fraca de que o Novo Mercado diminui os custos indiretos dos IPOs.

Em contraste, há forte evidência de que o Novo Mercado estimula a venda de ações nos IPOs. No Novo Mercado, a fração média vendida nos IPOs do período foi de 44,36%, enquanto a fração média fora do Novo Mercado foi de apenas 28,84%; diferença estatisticamente significativa a 1% (p-valor de 0,01). Considerando-se apenas as ações vendidas pelos acionistas existentes (emissões secundárias) a fração vendida nos IPOs do Novo Mercado foi de 19,93% enquanto que a fração vendida nos outros IPOs foi de 12,57%, com um p-valor de 0,11 para o teste de diferenças de média.

Os resultados dos testes uni-variados se mantêm quando estimamos simultaneamente o desconto inicial e a fração vendida no IPO, controlando por características das firmas. As regressões indicam que empresas que optam pelo Novo Mercado ofertam no total - emissões primárias mais as secundárias - em média 9,52% a mais do que nos outros segmentos de listagem, a um nível de

significância de 11%. Em relação às ofertas secundárias, encontramos evidência de que o Novo Mercado é variável fundamental na decisão dos antigos acionistas em termos da diversificação de portfólio. As ofertas secundárias de empresas que abrem capital no Novo Mercado são em média 7,01% superiores (p-valor de 0,15).

Por fim, testes estatísticos sugerem que os incrementos de vendas de ações pelas firmas e pelos controladores são da mesma ordem de magnitude. Ou seja, o Novo Mercado parece ser tão importante para a capacidade de financiamento das empresas como para os ganhos de diversificação dos controladores.

Este estudo não é o primeiro a avaliar os benefícios que melhores práticas de governança geram para o mercado brasileiro. Srour (2005), por exemplo, mostra que empresas que têm ações listadas no Novo Mercado ou ADR Nível II são menos afetadas por crises externas. Carvalho e Pennacchi (2005) encontram evidência de retornos anormais em torno da data de migração para um dos níveis de governança corporativa de uma empresa que já possuía ação listada em bolsa, só que no mercado tradicional. Diferentemente desses trabalhos, enfatizamos os ganhos do Novo Mercado em termos de incentivos à abertura de capital e a importância desses ganhos para a capacidade de financiamento das empresas e para a diversificação da riqueza dos empreendedores.

O restante da dissertação está organizado em quatro partes. A Seção 2 descreve os regimes especiais da BOVESPA, mostrando as regras do Novo Mercado que visam a aumentar o nível de proteção aos acionistas minoritários. A Seção 3 discute a seleção da amostra e apresenta estatísticas descritivas. Na Seção 4, analisamos os ganhos do Novo Mercado para as firmas, apresentando o modelo econométrico e os resultados obtidos. Na Seção 5, comparamos os benefícios do Novo Mercado para a firma e para o acionista controlador, apresentando o modelo econométrico e os resultados encontrados. Concluimos na Seção 6.

2

Os Níveis Especiais da BOVESPA

A criação dos níveis especiais da BOVESPA no fim de 2000 foi, em parte, uma resposta ao crescente número de firmas brasileiras que passaram a listar suas ações nas bolsas americanas, através de emissões de ADRs. Como Reese e Weisbach (2002) documentam, um dos principais ganhos na emissão de ADRs é a possibilidade de as firmas de mercados emergentes se comprometerem com regras de proteção ao acionista minoritário, atraindo, assim, um maior número de investidores.

Obviamente, a listagem de ações no exterior implica uma perda de volume de negócios, que a BOVESPA gostaria de evitar. Uma maneira de fazer isso é criar regras locais de transparência e governança, que repliquem a maior proteção aos investidores oferecida pelos mercados de capitais americanos. Foi com esse objetivo que, em dezembro de 2000, a BOVESPA criou três níveis especiais de governança corporativa: os Níveis 1 e 2, e o Novo Mercado. Empresas que aderirem a esses regimes especiais se comprometem com regras e procedimentos, que não são impostos às demais firmas listadas na BOVESPA.

No Nível 1 da BOVESPA, as firmas se comprometem com normas relacionadas à dispersão acionária e melhorias na prestação de informações ao mercado. Dentre as regras desse segmento, destacamos: manutenção de percentual mínimo de ações em circulação equivalente a 25% do capital da empresa (*free-float*), disponibilização de calendário anual de eventos corporativos e balancetes trimestrais detalhados e auditados.

Já no Nível 2, o conjunto de práticas de governança corporativa é mais amplo, incluindo as regras do Nível 1 e, também, a publicação de balanço anual obedecendo às regras contábeis do padrão americano ou internacional, direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias e extensão para acionistas

minoritários de eventuais benefícios obtidos pelos acionistas majoritários em venda do controle (*tag-along*).⁴

Finalmente, o Novo Mercado, inspirado no *Neuer Markt* alemão, é o segmento que possui normas de governança corporativa mais rigorosas. Suas regras básicas, além das do Nível 2, são proibição de ações preferenciais, volume mínimo a ser ofertado de R\$ 10 milhões, *tag-along* (estendido a todos os acionistas) e proibição aos antigos acionistas de vendas de ações por seis meses após o IPO.

Além desses três regimes especiais de governança corporativa, outro segmento que merece destaque é o de BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*). Semelhantes às ADRs, as BDRs são ações de empresas com sede no exterior emitidas no Brasil, por instituição depositária local. As BDRs estão sujeitas às regulamentações da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

A Tabela 1 mostra a evolução dos IPOs desde 1994, quando o Plano Real encerrou um período de 25 anos de elevadas taxas de inflação no Brasil. A despeito do fim da hiperinflação, o primeiro IPO no período pós Real aconteceu apenas em 1996. No Painel A, notamos que do início de 1996 até o fim de 2006, foram 54 IPOs, sendo 34 no Novo Mercado e 20 nos outros segmentos de listagem. Esses outros segmentos de listagem estão divididos em: BDRs; Níveis 1 e 2, além do segmento tradicional da Bovespa, único tipo de listagem possível até dezembro de 2000 (não possui regras especiais).

Entre 1996 e 2003 (inclusive), foram apenas 10 IPOs. A partir de 2004, o mercado brasileiro de IPOs voltou a se aquecer, principalmente no ano de 2006, quando houve 26 emissões iniciais. O ponto a ser destacado, porém, é que, dessas 26 emissões, 20 foram no regime de governança mais rígido, Novo Mercado, quatro foram nos Níveis 1 e 2, e nenhuma emissão foi no segmento tradicional da BOVESPA (além das emissões nos regimes especiais, houve duas emissões de

⁴ Mais precisamente, os ganhos dos controladores devem ser integralmente estendidos aos demais acionistas com direito a voto e, no mínimo, 80% do valor dos benefícios devem ser estendidos aos acionistas sem direito a voto.

BDRs). A concentração recente de emissões no Novo Mercado sugere uma distinção entre as regras deste segmento e dos demais níveis especiais da BOVESPA. Sendo assim, a base desse trabalho é comparar as emissões no Novo Mercado com as demais emissões na BOVESPA.

No Painel B da Tabela 1, percebemos que, nos últimos anos, houve uma mudança na composição dos IPOs: uma maior fração das ofertas é formada por ações em mãos dos acionistas antigos (emissões secundárias), apesar de as ofertas de ações novas (emissões primárias) continuarem predominantes. O aumento das emissões secundárias nos segmentos especiais da BOVESPA sugere que as regras mais rígidas de governança facilitam a diversificação da riqueza dos acionistas controladores.

3

Descrição da Amostra

3.1

Base de Dados e Seleção da Amostra

Nosso ponto de partida são todas as 54 ofertas públicas iniciais (IPOs) realizadas no Brasil da implantação do Plano Real em 1994 até dezembro de 2006. Esses 54 IPOs estão descritos no Apêndice 8.2.

Para comparar os IPOs no Novo Mercado com os demais segmentos da BOVESPA, coletamos dados sobre as emissões (data, preço e percentagem vendida) na CVM e no próprio prospecto das empresas, sobre as firmas emissoras (contas dos demonstrativos financeiros na Economática e setor de atuação na BOVESPA), sobre as instituições financeiras participantes (*underwriters*) na CVM e o tipo de entidade que estava vendendo participação (pessoa física ou jurídica) também na CVM. Entre esses, os dados das emissões foram os de coleta mais trabalhosa, exigindo o manuseio de três bancos de dados distintos – Economática, CVM e Bloomberg – além de consultas às empresas emissoras.⁵

Por exemplo, dados específicos sobre as emissões (prospectos, volume das ofertas e *underwriters* participantes) foram obtidos junto ao *website* da CVM, enquanto que, da Bloomberg, obtivemos as participações de mercado dos *underwriters* envolvidos nos IPOs. A partir dessas participações, dividimos os 13 *underwriters* envolvidos nos IPOs da amostra em dois grupos. No grupo A estão os de maior reputação: Credit Suisse, UBS e Pactual, sendo que os dois últimos agora são a mesma entidade, UBS Pactual. No grupo B estão as demais instituições: Banco Fator, Itaú-BBA, Bradesco, Unibanco, Merrill Lynch, Elite CCVM, Morgan Stanley Dean Witter, ABN AMRO Real, ING e Deutsche Bank.

⁵ Para os dados obtidos junto à CVM, consultamos o *website* da instituição e, para alguns dados, os arquivos físicos localizados na sede do Rio de Janeiro. Por sua vez, os dados obtidos junto às empresas emissoras vieram dos seus sites e, em vários casos, através de contatos telefônicos e por e-mail.

O dado mais difícil de obter foi o percentual da empresa vendido no IPO. Apesar de nosso intuito inicial ser trabalhar com todas as 54 transações feitas entre 1994 e 2006, não conseguimos dados relativos ao percentual de venda para seis empresas – entre parênteses o ano do IPO: Bradespar (2000), Centrais Telefônicas de Ribeirão Preto (1996), Equatorial Energia (2006), Inepar Energia (1998), Latasa (1997), Mehira Holdings (2001). Excluimos, então, esses IPOs da nossa amostra. Além dessas exclusões, o IPO do Banco Nossa Caixa (2005) também foi retirado da amostra por se tratar de uma empresa estatal. E, apesar de a própria empresa considerar sua oferta pública de 2005 como inicial, nós também retiramos da amostra o IPO da TAM, por se tratar de uma empresa que já era negociada (com pouca liquidez) em bolsa. A amostra final, portanto, consiste de 46 dos 54 IPOs ocorridos entre 1994 e 2006. Como a Tabela 2 mostra, não há concentração setorial nos IPOs de nossa amostra.

Ainda sobre o percentual vendido, vale ressaltar que apesar de os níveis especiais de governança corporativa exigirem um *free-float* mínimo de 25%, é dado um prazo de ao menos 6 meses para que a empresa atinja esse percentual. Além disso, na amostra analisada, não há concentração de ofertas em torno do limite de 25%: das 46 empresas apenas 3 venderam um percentual de 25% de seu capital no IPO.

Por fim, utilizamos o Bloomberg, as séries históricas da BOVESPA e a Economática para obter as cotações dos preços das ações que nos permitem calcular os descontos iniciais dos IPOs. Utilizamos três fontes de dados para termos certeza da exatidão das cotações utilizadas no cálculo do desconto inicial. O cálculo da variação do Ibovespa foi feito com base nos dados do Bloomberg.

3.2

Estatística Descritiva

A Tabela 3 apresenta o desconto inicial e a percentagem de ações vendidas nas ofertas públicas iniciais da nossa amostra. Como discutimos na introdução, o desconto inicial (i.e., a razão do preço da ação no final do primeiro dia de negociação da ação sobre o preço de prospecto) é um custo indireto do IPO; um desconto inicial elevado sugere que o preço de abertura de capital foi abaixo de seu valor de mercado. Por sua vez, a percentagem vendida no IPO deve ser positivamente relacionada com os custos totais do IPO. Ao compararmos o desconto inicial e a participação vendida dos IPOs dentro e fora do Novo Mercado, obtemos uma indicação da relevância de práticas mais rígidas de governança para a redução dos custos da abertura de capital.

Os resultados na Tabela 3 sugerem que o Novo Mercado reduz os custos de abertura do capital. A primeira coluna da tabela mostra que enquanto os IPOs no Novo Mercado levam a uma venda média de 44,36% do capital da empresa, os IPOs dos demais segmentos implicam uma venda de 28,84%; uma diferença que, além de economicamente relevante, é estatisticamente significativa (p-valor de 0,01). Essa diferença na fração vendida das empresas nos IPOs também aparece se considerarmos os montantes vendidos: R\$ 588 milhões no Novo Mercado e R\$ 267 milhões nos demais segmentos, com p-valor de 0,003 para o teste de diferenças de médias.

Esse aumento no percentual das ofertas que é vendido ao mercado também se verifica em termos da origem das ações: novas e existentes. A terceira coluna da Tabela 3 mostra que, em média, a fração de ações antigas – secundárias – vendidas no Novo Mercado é significativamente maior do que a dos demais segmentos da BOVESPA, respectivamente 19,93% e 12,57%, com um p-valor de 0,11. Parece haver evidência, portanto, de que o Novo Mercado estimula a diversificação de riqueza dos empreendedores. E que, adicionalmente, facilita o financiamento das empresas: como a segunda coluna da tabela mostra, a percentagem da companhia vendida através de emissões primárias é de 23,09% no

Novo Mercado contra 16,27% nos outros segmentos especiais, uma diferença estatisticamente significativa, com p-valor de 0,11.

Finalmente, a última coluna da Tabela 3 procura evidência mais direta de que o Novo Mercado reduz os custos de abertura de capital. Enquanto o desconto inicial médio no Novo Mercado é de 6,24%, ele é de 16,47% nos demais segmentos da BOVESPA. Contudo, tal diferença não é evidência forte de redução de custo porque a diferença de médias não é estatisticamente significativa (p-valor de 0,17).

Em resumo, os testes uni-variados sugerem que as regras de governança do Novo Mercado aumentam os incentivos para redução do custo de abertura do capital, estimulando, assim, a diversificação de riqueza e o uso do mercado de ações como fonte de financiamento das empresas. Os testes uni-variados, entretanto, têm limitações. Eles, por exemplo, não controlam variáveis que influenciam tanto o desconto inicial como a decisão de venda de ações nos mercados primários e secundários. Em tese, essas variáveis omitidas podem gerar relações espúrias entre nossas variáveis de interesse (i.e., a participação vendida e o desconto inicial) e a decisão de abrir capital no Novo Mercado. Questões como essas serão discutidas na próxima seção.

4

Explicando a Fração Vendida nos IPOs e o Desconto Inicial

Nesta seção, o foco da atenção está no impacto do Novo Mercado sobre os incentivos à abertura de capital, sem nos preocuparmos se tais incentivos advêm da necessidade de financiamento das firmas ou da diminuição dos custos de diversificação dos acionistas antigos. Como na seção 3.2, usaremos o desconto inicial e a fração da firma vendida nos IPOs como medidas do impacto do Novo Mercado nos incentivos para se abrir o capital. Caso os IPOs do Novo Mercado tenham descontos iniciais mais baixos, a adesão a esse regime especial da BOVESPA diminui os custos de abertura de capital, com potenciais benefícios para a capacidade de financiamento da firma e para a diversificação do risco dos empreendedores. Da mesma forma, uma maior fração de ações vendidas nos IPOs do Novo Mercado sugere preços de venda mais atrativos que, por sua vez, beneficiam tanto a diversificação da riqueza dos acionistas antigos como o financiamento da firma emissora.

Diferentemente da seção anterior, porém, nessa análise controlaremos por características das firmas que afetam o desconto inicial e os incentivos para vender ações no IPO. Levaremos em conta também que o desconto inicial é um importante fator para a decisão de venda das ações. Logo, os impactos do Novo Mercado nesses dois fatores devem ser simultaneamente estimados. Nossa primeira tarefa, portanto, é modelar o desconto inicial e a decisão de venda de ações no IPO.

4.1

Modelo Econométrico

Começamos pela equação do percentual da empresa que é ofertado ao mercado, que é dado pela razão da soma das ações da oferta primária e da secundária sobre o total de ações da empresa:

$$\begin{aligned} \text{Percentual da Empresa Vendido} = & \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{Novo Mercado} \\ & + \alpha_2 \cdot \text{Desconto Inicial} + \alpha_3 \cdot \text{Lucratividade} + \alpha_4 \cdot \text{Endividamento} \\ & + \alpha_5 \cdot \text{Ativo Total} + \alpha_6 \cdot \text{Patrimônio Líquido} + \alpha_7 \cdot \text{Pessoa Jurídica Vende} \\ & + \alpha_8 \cdot \text{Setor de Consumo} + \alpha_9 \cdot \text{Ibovespa Ano Anterior} + \eta \end{aligned} \quad (1)$$

A nossa variável de interesse é o Novo Mercado, uma *dummy* que vale 1 quando a empresa tem suas ações listadas nesse segmento e zero em caso contrário. Ao possibilitar que a empresa se comprometa com normas de proteção ao acionista minoritário, o Novo Mercado permite que as ações da firma passem a valer mais, oferecendo condições mais favoráveis à capitalização da empresa e à diversificação da riqueza do acionista controlador. Sendo assim, o que se espera é que o Novo Mercado afete positivamente o Percentual da Empresa Vendido.

Apesar de aparecer na equação (1) como uma variável independente, o Novo Mercado é uma variável de escolha, com determinantes próprios. Se esses determinantes forem correlacionados com o resíduo da equação (1), então os estimadores usuais de mínimos quadrados não são consistentes. Para incorporar a endogeneidade do Novo Mercado utilizamos a razão do ativo permanente sobre o ativo total (do período imediatamente anterior à emissão) como variável instrumental.

Em tese, controladores de firmas com uma grande fração de ativos permanentes no ativo total têm menos flexibilidade de desviar recursos do que controladores de firmas com uma grande proporção de ativos de maior liquidez. A fração de ativos permanentes deve, portanto, estar correlacionada com a propensão a aderir às regras mais restritivas do Novo Mercado. Por outro lado, não há razão óbvia para que a fração dos ativos permanentes influencie o percentual vendido da firma, após controlarmos pelos outros determinantes

incluídos na equação (1), em particular, a lucratividade, o endividamento e o patrimônio líquido. Desde que essas variáveis controlem as condições econômico-financeiras pré-IPO, a razão dos ativos permanentes é provavelmente determinado exogenamente pelas características operacionais da firma, satisfazendo, assim, as duas condições para um instrumento válido: correlação com a variável de interesse e ortogonalidade com o resíduo da equação.

Deixando de lado, por um momento, o Desconto Inicial, as demais variáveis na equação (1) controlam características da firma importantes para a escolha da fração vendida no IPO, mas que, em uma primeira aproximação, podem ser consideradas exógenas vis-à-vis a escolha da fração vendida. Por exemplo, Myers e Majluf (1984) argumentam que empresas mais lucrativas têm menos necessidades de arcar com os custos de uma emissão de ações. Portanto, a fração vendida no IPO deve ser negativamente correlacionada com a lucratividade da firma (lucro operacional sobre ativo total).⁶

A variável Endividamento é a soma (do período imediatamente anterior à emissão) do Passivo Circulante e do Exigível a Longo Prazo, normalizada pelo Ativo Total. Espera-se que empresas mais endividadas tenham mais incentivos a ofertar um maior número de ações relativamente às menos endividadas. Isso porque a necessidade de capital daquelas deve ser maior do que dessas, pois as primeiras podem estar em situação de restrição de crédito. Na mesma linha, empresas maiores, de modo geral, devem ter acesso mais fácil a crédito. Sendo assim, incluímos na regressão o Ativo Total e o Patrimônio Líquido que são variáveis de tamanho e estão correlacionadas. Ambas são do trimestre imediatamente anterior à emissão e encontram-se divididas por mil.

Pessoa Jurídica Vende é uma variável indicadora que assume valor 1 se houver venda de participação por parte de uma pessoa jurídica e 0 em caso

⁶ Por ser uma variável fluxo e não estoque, não haveria sentido se comparássemos Lucros Operacionais de períodos diferentes, por exemplo: comparar o Lucro Operacional do primeiro trimestre de uma empresa com o do quarto trimestre de outra, já que esse conteria também os três trimestres anteriores. Sendo assim, o seguinte critério foi adotado: para empresas que abriram capital no primeiro, segundo e terceiro trimestres, tomamos o Lucro Operacional do fechamento do ano imediatamente anterior à abertura de capital. Já para aquelas que abriram capital no quarto trimestre, utilizamos o Lucro Operacional do fechamento do ano da abertura.

contrário. O principal objetivo de incluir essa variável é capturar o impacto de, por exemplo, um *venture capitalist* (VC) se desfazer de uma parcela de sua participação. Classificamos as pessoas jurídicas como *venture capitalists* (VC), se forem fundos de investimentos ou gestores de recursos.⁷ Sob essa classificação, o Apêndice 8.1 mostra que 75% das pessoas jurídicas que vendem participação nas ofertas são consideradas *venture capitalists*. Assim sendo, esperamos que a presença de uma pessoa jurídica como acionista antigo aumente o percentual ofertado no IPO.

O Setor de Consumo é também uma variável indicadora que vale 1 quando a empresa for desse setor e 0 em caso contrário. O pequeno número de IPOs nos 13 anos da amostra nos impede de controlar para todos os setores. Por isso, optamos por separar apenas o setor de consumo, englobando consumo cíclico e não-cíclico.

Para controlar para flutuações de mercado, ou seja, para o fato de que as ofertas totais possam ser maiores simplesmente devido ao maior aquecimento do mercado, utilizamos a variável Ibovespa Ano Anterior.⁸ Ela é calculada em termos da variação em relação ao ano anterior.

Por fim, considere o Desconto Inicial, que é a nossa segunda variável de interesse na equação (1). O Desconto Inicial é a razão – em percentual – entre o preço de fechamento e o preço de abertura do primeiro dia de negociação da ação. Como já explicado, ele é um relevante custo indireto dos IPOs, que cresce com a fração da firma vendida. Logo, deve ser negativamente correlacionado com a fração vendida na oferta inicial.

Assim como o Novo Mercado, o Desconto Inicial é uma variável endógena, cuja magnitude depende de características da firma e do momento do

⁷ Possivelmente, um termo mais apropriado para nossa classificação de *venture capitalist* é *Private Equity*, porém vamos manter a nomenclatura VC por já ser utilizada nessa literatura. Em geral, os aportes de recursos são elevados e o VC também se ocupa, se não diretamente, de maneira muito próxima da maneira como a empresa é administrada.

⁸ Ibovespa: índice que acompanha a evolução média das cotações das principais ações negociadas na BOVESPA.

mercado acionário. Diferentemente do Novo Mercado, entretanto, existe interesse em modelar explicitamente o Desconto Inicial, pois, sendo um custo indireto dos IPOs, ele nos dá indicação de um dos potenciais benefícios da adesão ao Novo Mercado. Sendo assim, consideramos a seguinte equação de determinação do Desconto Inicial:

$$\begin{aligned} \text{Desconto Inicial} = & \beta_0 + \beta_1.\text{Pessoa Jurídica Vende Novo Mercado} \\ & + \beta_2.\text{Pessoa Jurídica Não Vende Novo Mercado} + \beta_3.\text{Lucratividade} \\ & + \beta_4.\text{Endividamento} + \beta_5.\text{Ativo Total} + \beta_6.\text{Patrimônio Líquido} \\ & + \beta_7.\text{Ibovespa Ano Anterior} + \beta_8.\text{Underwriter} + \beta_9.\text{Volume Oferta Total} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

A equação (2) segue de perto a literatura empírica sobre desconto inicial, sendo Michaely e Shaw (1994) e Carter e Manaster (1990) alguns dos artigos que utilizam essas variáveis na especificação do modelo.

Ao analisarmos o impacto de pessoa jurídica vendendo participação – principalmente, na figura do *venture capitalist* – notamos que o sinal do coeficiente não é tão claro. Por um lado, IPOs com um VC por trás devem apresentar menor desconto. O argumento dado por Megginson e Weiss (1991) é que o VC, tal qual o *underwriter*, serve como uma certificação de qualidade da empresa. Habib e Ljungqvist (2001) mostram que além desse motivo, o VC, por ser um investidor acostumado a decidir sobre o melhor momento de saída, possivelmente, leve a firma a abrir capital em momentos mais favoráveis, ou seja, quando o desconto esperado deve ser mais baixo. Por outro lado, o fato de o VC aproveitar a abertura de capital para sair da empresa, ou demonstrar seu desejo de diminuir sua participação nela, pode provocar o aumento do desconto inicial (Franzke – 2003). De acordo com Gompers e Lerner (1998), os investidores podem requerer um desconto maior para compensar o risco de o VC estar provocando o IPO em um momento em que o mercado esteja pagando preços demasiadamente elevados.

Para capturar esse efeito da presença do VC como vendedor, quebramos o impacto do Novo Mercado em termos de desconto inicial em dois: quando há pessoa jurídica vendendo e quando não há.

O mesmo raciocínio sobre a probabilidade de oportunismo na escolha do momento do IPO leva-nos a esperar que os coeficientes de Lucratividade e Endividamento afetem o Desconto Inicial positiva e negativamente, respectivamente. A idéia é que empresas menos lucrativas e mais endividadas tenham menos chances de aguardar bons momentos de mercado (onde as ações tenderiam a valer mais) para dar início ao processo de IPO. Tal colocação também vale para empresas maiores, ou seja, com maior Ativo Total e Patrimônio Líquido.

No sentido oposto, os investidores podem se sentir mais seguros no que tange ao preço do IPO se este for liderado por um *underwriter* com reputação no mercado. Para capturar esse efeito, construímos uma variável indicadora chamada *Underwriter*, que vale 1 se o banco emissor for um dos três *underwriters* de maior reputação no mercado brasileiro, sendo 0 para os demais *underwriters*.⁹ De acordo com Carter e Manaster (1990), esperamos que um *underwriter* de mais reputação diminua o desconto inicial, servindo como um certificado de qualidade do IPO.

Muito provavelmente, o custo de quaisquer desses comportamentos oportunistas se agrava com o tamanho da oferta. Assim sendo, o volume total da oferta em milhões de reais é utilizado como variável de controle. Seguindo Ritter (1987), supomos uma correlação positiva entre volume ofertado e Desconto Inicial.

Por fim, o Ibovespa Ano Anterior serve para controlar para os momentos de alta do mercado. Conforme Ritter (1984), o *underpricing* tende a ser maior nos momentos em que o mercado está mais aquecido, o chamado *hot issue*.

Para levarmos em conta a simultaneidade entre a decisão da fração a ser ofertada e o desconto inicial em que a oferta incorrerá, estimamos as equações (1) e (2) por mínimos quadrados de três estágios, utilizando a fração dos ativos permanentes como instrumento para o Novo Mercado nas duas equações. Para os testes dos coeficientes estimados, usamos erros-padrão robustos.

⁹ A seção 3.1 detalha a divisão dos *underwriters* entre os grupos de maior e menor prestígio.

4.2

Resultados

No Modelo A da Tabela 4, para efeito de comparação, utilizamos mínimos quadrados ordinários (OLS), sem utilizar nenhum instrumento. Regredimos o Percentual da Empresa Vendido contra Novo Mercado, Desconto Inicial e outras variáveis de controle, ignorando a possível endogeneidade das variáveis Desconto Inicial e Novo Mercado. As regressões (i) e (ii) diferem apenas na inclusão e exclusão, respectivamente, de um *outlier*, que é o IPO da Elektro, ocorrido em 1998, que apresentou um desconto inicial de 130%, mais de quatro vezes mais alto que o segundo maior desconto. Nessa emissão, apenas 0,32% da empresa foi ofertado, em uma época de baixos volumes de negócios. Nenhum coeficiente relevante é significativo tanto na regressão que considera o *outlier* como na que o exclui.

No Modelo B, estimamos conjuntamente as equações do Percentual da Empresa Vendido (1) e do Desconto Inicial (2), utilizando o Ativo Permanente como instrumento para Novo Mercado. No modelo (iv), a amostra exclui o *outlier* (Elektro). Neste caso, notamos que o coeficiente de nossa variável de interesse, o Novo Mercado, é significativo a 11%, na equação do percentual vendido. As empresas que ofertam no Novo Mercado, vendem em média 9,52% a mais de seu capital do que as que fazem o IPO nos demais segmentos de listagem. Passando para a equação do Desconto Inicial, ainda considerando a amostra sem *outlier*, nossa estimação não sugere que o Novo Mercado reduza o desconto; nem para as emissões com pessoas jurídicas como acionistas vendedores, nem para as que não têm pessoa jurídica vendendo.¹⁰ O efeito maior do Novo Mercado sobre os incentivos para abertura de capital, portanto, parece ser via preço de colocação. As demais variáveis não se mostram estatisticamente significativas.

Os resultados acima não dependem do *outlier*, como a estimação (iii) mostra. Apesar de os sinais do Novo Mercado com e sem Pessoa Jurídica não

¹⁰ Os demais sinais do coeficiente do Desconto Inicial agora estão coerentes com o que a teoria prevê: quanto maior o *underpricing*, menores os incentivos que a empresa tem de ofertar fração expressiva de seu capital. Também no sistema (iv), o Ibovespa Ano Anterior parece ser variável relevante – significativo a 1% – na determinação do tamanho do *underpricing*, sendo esse maior quando o mercado está mais aquecido (também coerente com as teorias de *hot issues*).

serem significativos, o sinal dos coeficientes estimados é consistente com Gompers e Lerner (1998): VC vendendo participação implica maior desconto inicial relativamente à situação onde não há VC como ofertante.

5

Capitalização ou Diversificação: Comparando os Ganhos da Firma e do Acionista Controlador

5.1

Modelo Econométrico

Na seção anterior, apresentamos o modelo econométrico utilizado para avaliar o impacto do Novo Mercado em relação a dois benefícios: diminuição do desconto inicial e aumento do total da empresa que é ofertado ao mercado. Nessa seção, procuramos avaliar, além desse primeiro benefício comum, como tal segmento especial de listagem afeta a proporção entre oferta primária e secundária na composição da oferta total. Ou seja, queremos saber quem mais se beneficiou com a criação do Novo Mercado: empresa, reduzindo seu custo de capital, ou acionista controlador, promovendo a diversificação de sua riqueza.

Nesse sentido, apresentamos abaixo o sistema de equações utilizado para estimar os efeitos das variáveis que afetam: Percentual Oferta Primária, equação (3); Percentual Oferta Secundária, equação (4); e Desconto Inicial, equação (5):

$$\begin{aligned} \text{Percentual Oferta Primária} &= \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{Novo Mercado} \\ &+ \alpha_2 \cdot \text{Desconto Inicial} + \alpha_3 \cdot \text{Lucratividade} + \alpha_4 \cdot \text{Endividamento} \\ &+ \alpha_5 \cdot \text{Ativo Total} + \alpha_6 \cdot \text{Patrimônio Líquido} + \alpha_7 \cdot \text{Setor de Consumo} + \eta \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{Percentual Oferta Secundária} &= \varphi_0 + \varphi_1 \cdot \text{Novo Mercado} \\ &+ \varphi_2 \cdot \text{Desconto Inicial} + \varphi_3 \cdot \text{Lucratividade} + \varphi_4 \cdot \text{Endividamento} \\ &+ \varphi_5 \cdot \text{Ativo Total} + \varphi_6 \cdot \text{Patrimônio Líquido} + \varphi_7 \cdot \text{Pessoa Jurídica Vende} \\ &+ \varphi_8 \cdot \text{Setor de Consumo} + \varphi_9 \cdot \text{Ibovespa 4 T} + \mu \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{Desconto Inicial} &= \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Pessoa Jurídica Vende Novo Mercado} \\ &+ \beta_2 \cdot \text{Pessoa Jurídica Não Vende Novo Mercado} + \beta_3 \cdot \text{Lucratividade} \\ &+ \beta_4 \cdot \text{Endividamento} + \beta_5 \cdot \text{Ativo Total} + \beta_6 \cdot \text{Patrimônio Líquido} \\ &+ \beta_7 \cdot \text{Ibovespa Ano Anterior} + \beta_{10} \cdot \text{Underwriter} + \beta_{11} \cdot \text{Volume Oferta Total} + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

Além das explicações do item 4.1 sobre as variáveis utilizadas, que permanecem válidas para os objetivos dessa seção, alguns outros aspectos devem ser considerados com maior detalhe.

Para tratar a possível endogeneidade de nossa variável de interesse, o Novo Mercado, utilizamos como instrumento o Ativo Permanente. Conforme mencionado em 4.1, procuramos com essa variável capturar a propensão das firmas a proteger seus acionistas minoritários, já que tal variável representa os custos de agência.

O Novo Mercado, ao possibilitar que a empresa se comprometa com regras que protegem os acionistas minoritários, deve induzir um aumento do preço das ações. Isso gera incentivos à venda de ações por parte tanto da empresa como dos acionistas controladores. É por isso que esperamos que os impactos do Novo Mercado sobre a oferta primária e sobre a oferta secundária sejam positivos. A variável Percentual Oferta Primária é dada pelo número de ações da oferta primária sobre o total de ações da empresa e analogamente para o Percentual Oferta Secundária.

Esperamos que parte desses incentivos venha por meio da redução do Desconto Inicial, que por ser um custo indireto da emissão, deve ter impacto negativo tanto nas ofertas primárias como secundárias, conforme equações (3) e (4).

O sinal da Lucratividade deve ser positivo em (4), já que empresas lucrativas permitem que o acionista controlador escolha um bom momento da empresa para vender parte de sua participação. Já em relação à equação (3), o sinal não é bem claro. Por um lado, a Lucratividade pode ser sinal de geração de caixa e, nesse caso, diminuiria a necessidade de financiamento externo via emissão de ações primárias. Por outro, se a Lucratividade não estiver correlacionada com a geração de caixa, pode ser o caso de a empresa, mesmo sendo lucrativa, precisar de recursos para investir em seus projetos.

Do mesmo modo que em 4.1, a variável Endividamento deve ser positiva em (3), já que empresas mais endividadas devem ter mais incentivos a ofertar maior número de ações, por estarem em situação de restrição de crédito com maior probabilidade. Também na equação (4), acreditamos que o coeficiente deva ser positivo, porém, por outro motivo. O fato de uma firma apresentar elevado nível de endividamento, deixa-a mais arriscada. Nesse sentido, o empreendedor teria incentivos a se desfazer de uma proporção maior de participação na empresa à medida que esta fosse mais endividada.

Tanto o Ativo Total como o Patrimônio Líquido são variáveis de tamanho, que, conforme visto anteriormente, aumentam a capacidade de endividamento, reduzindo assim a necessidade de financiamento via mercado acionário. Por sua vez, empresas maiores aumentam os incentivos dos acionistas para diversificação, o que nos faz esperar um sinal positivo em (3).

Esperamos que a variável Pessoa Jurídica Vende afete apenas a equação (4), sendo esse efeito positivo. Isso porque, de maneira geral, as vendas de participação feitas por pessoas jurídicas são muito maiores do que por pessoas físicas, sendo, para uma parcela das firmas, irrelevantes para a decisão do quanto ofertar.

Utilizamos a variação acumulada do Ibovespa nos quatros trimestres anteriores à emissão com a finalidade de controlar o aumento (diminuição) das ofertas secundárias para o aquecimento (esfriamento) do mercado. Esperamos que o Percentual Oferta Secundária seja positivamente correlacionado com o Ibovespa dos quatro trimestres anteriores à emissão.

A explicação sobre as variáveis da equação (5) pode ser encontrada na seção 4.1, pois essa equação é equivalente à equação (2) na referida seção.

Como anteriormente, a simultaneidade entre a decisão do quanto ofertar tanto em ações primárias como secundárias e o desconto inicial em que a oferta incorrerá fez com que optássemos pela estimação conjunta das equações (3), (4) e (5) por mínimos quadrados de três estágios – robusta à heterocedasticidade. Além

disso, a utilização da razão do Ativo Permanente sobre o Ativo Total como instrumento permite-nos tratar a endogeneidade do Novo Mercado.

Como um de nossos objetivos é verificar qual efeito predomina: diversificação ou captação, fazemos o teste de igualdade dos coeficientes. Por meio desse teste, comparamos os coeficientes de Novo Mercado α_1 e φ_1 das equações (3) e (4), respectivamente.

5.2

Resultados

Começamos a análise dos resultados investigando o impacto do Novo Mercado na decisão do quanto ofertar em termos de ações primárias e secundárias. Tendo em mente que a expectativa em relação ao desconto inicial influencia a alocação do IPO entre as ofertas primária e secundária, fazemos a estimação conjunta das três equações na Tabela 5, utilizando a razão do ativo permanente sobre o ativo total como instrumento para o Novo Mercado, que é a nossa variável de interesse. A determinação das variáveis que comporiam essas tabelas foi feita de maneira análoga ao Modelo B da Tabela 4.

Como na seção anterior, relatamos dois resultados para as estimações do nosso sistema de equações. No painel (i) da Tabela 5, usamos toda a amostra, enquanto o painel (ii) exclui o IPO da Elektro, cujo desconto inicial atingiu 130%. Essa última regressão é a base para nossas conclusões. Os coeficientes estimados do sistema de equações indicam que a adesão ao Novo Mercado aumenta tanto as ofertas primárias – isto é, a percentagem de novas emissões em relação ao total de ações da empresa (4,98%) – como a percentagem de venda de ações nas mãos dos antigos acionistas via emissões secundárias (7,01%). Note que esses dois coeficientes sugerem que as regras do Novo Mercado têm um maior impacto sobre a capacidade de diversificação dos acionistas antigos (emissões secundárias) do que sobre a capacidade de financiamento da empresas (emissões primárias). Porém, um teste de igualdade de médias, que não relatamos nas tabelas, não rejeita a hipótese nula de igualdade dos coeficientes.

Outro ponto a ser enfatizado é que apenas o aumento das emissões secundárias é marginalmente significativo (p-valor de 0,15). Dado que os coeficientes do Novo Mercado são economicamente significativos tanto nas emissões primárias como nas secundárias, os altos p-valores dos coeficientes provavelmente refletem o baixo número de IPOs da amostra (46).

Passando para os demais determinantes das ofertas primárias e secundárias, a presença de pessoa jurídica vendendo ações parece fundamental na

determinação do Percentual da Oferta Secundária (significativa a 1%), incluindo o IPO da Elektro (painel (i)) ou não (painel (ii)). Da mesma forma, as empresas do setor de consumo vendem em média 12% menos de ações primárias relativamente aos outros setores; uma diferença significativa 5%, que se encontra tanto na amostra total como na que exclui o IPO da Elektro. Já em relação às ofertas secundárias, com significância de 1%, empresas desse setor ofertam 15% a mais do que as dos outros setores. Claramente, para o setor de consumo o IPO tem o motivo diversificação de carteira predominando sobre o motivo capitalização relativamente aos outros setores.

Para investigar a influência do Novo Mercado em termos de seu impacto no desconto inicial, consideramos dois casos: quando há pessoa jurídica vendendo participação e quando não há. De fato, como mostra o painel (i) da Tabela 5, que inclui os resultados com todos os IPOs, a ausência de *venture capitalists* reduz o desconto inicial (p-valor de 0,03). Entretanto, tal significância estatística desaparece quando eliminamos o IPO da Elektro, cujo desconto inicial atingiu 130% (vide o painel (ii) da tabela).

A Tabela 6 avalia a robustez dos resultados para a exclusão das variáveis Endividamento e Lucratividade como determinantes apenas do Percentual Oferta Secundária na Tabela 5. Notamos que os resultados permanecem e apenas o nível de significância é levemente alterado com a mudança de modelos.

6

Considerações Finais

Esse artigo analisou o impacto sobre as Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) da existência de regras de bolsas de valores que visam a proteger os direitos dos acionistas minoritários. Em particular, o foco da análise se concentrou em dois aspectos dos IPOs: os custos indiretos da emissão (desconto inicial) e o percentual de ações da firma ofertado ao mercado.

Para tanto, utilizamos uma amostra de 46 ofertas públicas iniciais ocorridas na Bovespa entre 1996 e 2006. Desses IPOs, 33 aconteceram no Novo Mercado, ou seja, no segmento especial que oferece proteção máxima aos minoritários. Ao compararmos o desconto inicial dos IPOs do Novo Mercado com o dos demais segmentos, notamos que o comprometimento a regras de proteção ao acionista minoritário não reduz o custo indireto embutido no desconto inicial. Apesar de o desconto inicial médio dos IPOs no Novo Mercado ser menor, tal diferença não é estatisticamente significativa; seja na análise multi-variada ou na uni-variada.

Em contraste, há indicações de que as regras do Novo Mercado estimulam o percentual de venda no IPO de novas ações (oferta primária) e, principalmente, o percentual de venda de ações previamente nas mãos dos antigos acionistas (oferta secundária). Por exemplo, na análise uni-variada, enquanto a oferta de novas ações pela firma (oferta primária) chega a 23,09% no Novo Mercado, a percentagem cai para 16,27% nos demais segmentos da BOVESPA; uma diferença estatisticamente significativa com p-valor de 0,11. Essa associação entre adesão ao Novo Mercado e incremento da oferta primária também aparece na análise multi-variada, que estima simultaneamente os determinantes dos percentuais de ofertas primárias e secundárias, além de controlar pela endogeneidade da adesão ao Novo Mercado e do Desconto Inicial. Nessas regressões, a adesão ao Novo Mercado aumenta o percentual médio das ofertas primárias em 4,98%, se bem que a diferença não é mais estatisticamente significativa.

Do ponto de vista das ofertas secundárias, a análise uni-variada indica que a adesão ao Novo Mercado está associada, em média, a um percentual de 19,93% de venda de ações existentes, relativamente ao número total de ações da empresa. Nos demais segmentos da BOVESPA, o percentual médio de venda é de 12,57%, uma diferença que é estatisticamente significativa com um p-valor de 0,11. Nos testes multi-variados, também encontramos que a adesão ao Novo Mercado estimula a venda de ações em ofertas secundárias, sendo esse percentual superior em 7,01%, em média, relativamente aos demais segmentos da Bovespa, uma diferença estatisticamente significativa a um p-valor de 0,15.

Por fim, nossos testes estatísticos mostram que os aumentos de vendas de ações pelas empresas e pelos acionistas controladores são da mesma ordem de grandeza; o que significa que o Novo Mercado parece ser tão importante para a capacidade de financiamento das empresas como para os ganhos de diversificação dos controladores. Ou seja, ao possibilitar o comprometimento voluntário das empresas com rígidas normas de governança corporativa, o Novo Mercado não apenas beneficia os acionistas minoritários como também aqueles que estão do outro lado da emissão: as empresas, que vêm sua capacidade de financiamento aumentada via incremento das emissões primárias, e seus acionistas controladores, que têm a possibilidade de diversificar sua riqueza via incremento das emissões secundárias.

Vale ressaltar que de dezembro de 2000 – data da criação dos níveis de governança corporativa – até o fim de 2006, a BOVESPA saltou dos 15.259 pontos para a extraordinária marca de 44.474 pontos. Sendo a variação nesse mesmo período, em termos de volume de capitalização, de 220% em dólares e de 250% em reais. Certamente, o cenário econômico de liquidez tanto local como internacional favoreceu esse crescimento. É possível, no entanto, que as mudanças das regras de governança tenham aberto perspectivas que facilitaram a valorização do mercado acionário brasileiro.

Com o passar dos anos, análises mais detalhadas poderão ser feitas com a inclusão de novos IPOs e a possibilidade de obtenção de dados sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas pós-Novo Mercado.

7

Referências Bibliográficas

Aggarwal, R., L. Hernandez and R. Leal, 1993: “The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America”, *Financial Management*, 22: 42-54.

Carter, R., and S. Manaster, 1990: “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation”, *Journal of Finance*, 45: 1045-1067.

Carvalho, A. Gledson de and G.G. Pennacchi, 2005: “Can Voluntary Market Reforms Promote Efficient Corporate Governance? Evidence from Firms' Migration to Premium Markets in Brazil” *SSRN* working paper.

Franzke, S.A., 2003: “Underpricing of Venture-Backed IPOs: Germany's Neuer Markt”, *Centre for Financial Studies RICAFE - LSE* working paper nº 003.

Gompers, P. and J. Lerner, 1998: “Conflict of Interest in the Issuance of Public Securities: Evidence from Venture Capital”, *NBER* working paper nº 6847.

Habib, M. and A.A.P. Ljungqvist, 2001: “Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence”, *The Review of Financial Studies*, 14 (2): 433-458.

Koh, F. and T. Walter, 1989: “A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues”, *Journal of Financial Economics*, 23 (2): 251-272.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1998: “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.

Leal, R., 1989: “Avaliação do Preço de Emissões Primárias de Ações: 1978-87”, Dissertação de Mestrado defendida no Departamento de Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Leal, R., 2004: “Três Desafios para as Aberturas de Capital”, *Relatórios Coppead*, 372.

Ness, Walter L. and R. F. Pereira, 1980. “Mercado primário de ações no Brasil”, *IBMEC*, 1980: 500p.

Meggison, W.C. and K. Weiss, 1991: “Venture Capital Certification in Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, 46: 879-893.

Michaely, R., and W. Shaw, 1994: "The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories", *Review of Financial Studies*, 7: 279-319.

Myers, S. and M. Majluf, 1984: "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors do not Have", *Journal of Financial Economics*, 13: 178-222.

Pagano, M., O. Randl, A. Roell, J. Zechner, 2001: “What makes stock exchanges succeed?”, *European Economic Review*, 45: 770-782

Rajan, R., and L. Zingales, 1998: “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, 88: 559-586.

Reese, W. and M. Weisbach, 2002: “Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, 66: 65-104.

Ritter, J., 1984: “The Hot Issue Market of 1980”, *Journal of Business*, 57 (2): 215-240.

Ritter, J., 1987: “The Costs of Going Public”, *Journal of Financial Economics*, 19: 269-281.

Rock, K., 1986: “Why New Issues are Underpriced”, *Journal Of Financial Economics*, 15: 187-212.

Srouf, G., 2005: “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras”, *Revista Brasileira de Economia*, 59 (4): 635-674.

Táboas, F., 1992: “A Certificação do Underwriter nas Ofertas de Abertura de Capital do Mercado Primário Brasileiro”, Dissertação de Mestrado defendida no Departamento de Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

8

Apêndice

8.1

Lista de Acionistas Vendedores no IPO

Segue abaixo a discriminação das pessoas jurídicas que vendem participação no IPO. Classificamos como *venture capitalist* (VC) os fundos de investimento e gestores de recursos que venderam participação no IPO.

Empresas	Quem vende?	Venture Capitalist?
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA SA	Brasil Private Equity Fundo Mútuo de Investimento em Ações	SIM
AMERICAN BANK NOTE	ABN EQUITIES INC, BANCO ALVORADA	SIM
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES	Brascan Imobiliária S/A	NÃO
BRASIL ECODIESEL IND. BIOCOMB. S/A	Eco Green Solutions LLC	SIM
COMPANY SA	Company Engenharia e Constr. Ltda, Elias Calil Jorge, Luiz A	NÃO
CPFL ENERGIA SA	VBC Energia S.A., 521 Participações S.A. e Bonaire Participa	SIM
CSU CARDSYSTEM SA	GSTAAD Inv Hold company	SIM
DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA	Dasa Participações S/A, Brazilian An.Diag.Private Inv. LLP, C	SIM
Dufry South America Ltd.	Hasdery Investment S.A., DTravel S.A., Menifer S.A., Baldu	SIM
EDP ENERGIAS DO BRASIL SA	Balwerk-Cons. Ecen. e Part. Soc. Lt, EDP Electricidade de Po	SIM
ELEKTRO ELETR E SERVIÇOS SA	Cesp e Terraco Partic Ltda	SIM
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA	Aeropar Participações S.A., BSSF Air Holdings LLC e Comport	SIM
KLABIN SEGALL S/A	Família Segall e duas Holdings	TALVEZ
LOJAS RENNER SA	J.C.Penney Brasil Inv. Ltda	TALVEZ
LPS Brasil Consultoria de Imóveis	RoseDiamond LLP	SIM
LUPATECH SA	Lupapar, GP tecnol FMIEE, Natexis	TALVEZ
M. Dias Branco S.A. Ind. e Com. de Alimentos	Dibra Fundo de Investimento em Participações	SIM
NATURA	5 pessoas e BNDES	NÃO
ODONTOPREV S/A	Mariscal LLC, FMO, Randal L. Zanetti e outros	SIM
PORTO SEGURO SA	Pares Empreend. e Partic. S/C Ltda, Porto Seguro Empreend	SIM
POSITIVO INFORMÁTICA S.A	Mantova Invest. S.A., LP Invest. S.A., Infoinvest Invest. Ltdi	SIM
SANTOS-BRASIL SA	Opportunity Fund e RK exclusivo FIA	SIM
SUBMARINO SA	Submarino.com LLC	SIM
TERNA PARTICIPAÇÕES S.A	Terna Italia	NÃO
TOTVS SA	LC EH Part. e Empreendimentos S/A, BNDES Partic S/A BND	SIM
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA	S/A Participações e Gipoia Participacoes S/C Ltda	SIM
UNIVERSO ONLINE SA	Folhpar S/A, Portugal Tel. Inv. SGPS S/A, Empresa Folha d	SIM
VIVAX S.A.	VIVAX SA HORIZON TELECOM INTL LLC	SIM

	Número de empresas	Proporção
Venture Capitalists	21	75,00%
Não Venture Capitalists	4	14,29%
Talvez	3	10,71%
Total	28	100,00%

8.2

Lista de IPOs

Nome da Empresa	Data do IPO	Segmento de Listagem
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S/A	26/7/2006	Novo Mercado
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA SA	25/6/2004	Nível 2
AMERICAN BANK NOTE	26/4/2006	Novo Mercado
BANCO NOSSA CAIXA SA	28/10/2005	Novo Mercado
BRADSPAR	10/8/2000	Antigo
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES	20/10/2006	Novo Mercado
BRASIL ECODIESEL IND. BIOCUMB. S/A	22/11/2006	Novo Mercado
BRASILAGRO	28/4/2006	Novo Mercado
CCR CIA DE CONCESSÕES RODOVIARIAS	30/1/2002	Novo Mercado
CETERP CENTRAIS TELEFONICAS DE RIBEIRAO PRETO SA	25/8/1998	Antigo
COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS	7/2/2006	Novo Mercado
COMPANY SA	24/2/2006	Novo Mercado
COSAN SA INDUSTRIA E COMERCIO	18/11/2005	Novo Mercado
CPFL ENERGIA SA	29/9/2004	Novo Mercado
CSU CARDSYSTEM SA	28/4/2006	Novo Mercado
DATASUL SA	1/6/2006	Novo Mercado
DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA	19/11/2004	Novo Mercado
DUFRY SOUTH AMERICA LTD.	20/12/2006	BDR
EDP ENERGIAS DO BRASIL SA	13/7/2005	Novo Mercado
ELEKTRO ELETR E SERVIÇOS SA	25/8/1998	Antigo
EQUATORIAL	3/4/2006	Nível 2
GAFISA SA	17/2/2006	Novo Mercado
GLOBEX UTILIDADES SA	9/5/1996	Antigo
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA	24/6/2004	Nível 2
GP INVESTMENTS	1/6/2006	BDR
GRENDENE	29/10/2004	Novo Mercado
IDEASNET SA	8/6/2000	Antigo
INEPAR ENERGIA SA	20/3/1998	Antigo
KLABIN SEGALL SA	6/10/2006	Novo Mercado
LATASA	14/5/1997	Antigo
LOCALIZA RENT A CAR	23/5/2005	Novo Mercado
LOJAS RENNER SA	1/7/2005	Novo Mercado
LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMÓVEIS	18/12/2006	Novo Mercado
LUPATECH SA	12/5/2006	Novo Mercado
M. DIAS BRANCO S.A.	18/10/2006	Novo Mercado
MEDIAL SAUDE S.A.	21/9/2006	Novo Mercado
MEHIR Holdings SA	13/9/2001	Antigo
MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS SA	21/7/2006	Novo Mercado
NATURA	26/5/2004	Novo Mercado
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL SA	15/7/2005	Novo Mercado
ODONTOPREV S/A	1/12/2006	Novo Mercado
PORTO SEGURO SA	22/11/2004	Novo Mercado
POSITIVO INFORMÁTICA S.A	11/12/2006	Novo Mercado
PROFARMA DISTRIB. PRODUTOS FARMACEUTICOS	25/10/2006	Novo Mercado
RENAR MAÇÃS SA	5/10/2005	Novo Mercado
ROSSI Residencial SA	15/7/1997	Antigo
SANTOS-BRASIL SA	13/10/2006	Nível 2
SUBMARINO SA	14/10/2005	Novo Mercado
TAM S.A.	14/6/2005	Nível 2
TERNA PARTICIPAÇÕES S.A	27/10/2006	Nível 2
TOTVS SA	8/3/2006	Novo Mercado
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA	13/10/1999	Antigo
UNIVERSO ONLINE SA	15/12/2005	Nível 2
VIVAX S.A.	7/2/2006	Nível 2

8.3

Tabelas

Tabela 1
Evolução das Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) ao longo dos anos

Essa tabela mostra, no Painel A, a evolução das ofertas públicas iniciais, ocorridas na BOVESPA entre janeiro de 1994 e dezembro de 2006. Essas emissões são divididas entre as feitas no Novo Mercado, que é o nível de listagem na BOVESPA que impõe as regras de governança corporativa mais rigorosas, e nos demais segmentos da BOVESPA. Além das ações listadas no segmento tradicional da BOVESPA, os outros segmentos consistem das ações de empresas estrangeiras emitidas na BOVESPA através de *Brazilian Depositary Receipt* (BDRs) e dos níveis 1 e 2. No Painel B, além de separarmos as ofertas iniciais por segmentos de listagem, dividimos as mesmas entre primárias, ofertas de novas ações, e secundárias, que representam ofertas de ações já existentes, em mãos dos acionistas pré-IPO.

PAINEL A					
Observações (em número de firmas)					
Período	No Novo Mercado	BDR	N1 e N2	Tradicional	TOTAL
1994-1995*	-	-	-	0	0
1996	-	-	-	1	1
1997	-	-	-	2	2
1998	-	-	-	3	3
1999	-	-	-	1	1
2000	-	-	-	2	2
2001	0	0	0	1	1
2002	1	0	0	0	1
2003	0	0	0	0	0
2004	5	0	2	0	7
2005	8	0	2	0	10
2006	20	2	4	0	26
	34	2	8	10	54

* Do início de 1994 até o fim de 1995. Analogamente para os outros anos listados.

PAINEL B										
Observações (em número de firmas)										
Período	No Novo Mercado		BDR		N1 e N2		Tradicional		TOTAL	
	Primária	Secundária	Primária	Secundária	Primária	Secundária	Primária	Secundária	Primária	Secundária
1994-1995*	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
1996	-	-	-	-	-	-	1	0	1	0
1997	-	-	-	-	-	-	2	0	2	0
1998	-	-	-	-	-	-	2	1	2	1
1999	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1
2000	-	-	-	-	-	-	2	0	2	0
2001	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
2002	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0
2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2004	3	5	0	0	2	2	0	0	5	7
2005	6	5	0	0	2	2	0	0	8	7
2006	17	15	1	1	4	4	4	0	26	20
	27	25	1	1	8	8	13	2	49	36

* Do início de 1994 até o fim de 1995. Analogamente para os outros anos listados.

Tabela 2
Distribuição Setorial dos IPOs

Nessa tabela, apresentamos a distribuição setorial dos IPOs na Bovespa entre janeiro de 1994 e dezembro de 2006. As ofertas públicas especiais são divididas entre as feitas no Novo Mercado, que é o nível de listagem na BOVESPA que impõe as regras de governança corporativa mais rigorosas, e os demais segmentos da BOVESPA. Além das ações listadas no segmento tradicional da BOVESPA, os outros segmentos consistem das ações de empresas estrangeiras emitidas na BOVESPA através de *Brazilian Depositary Receipt* (BDRs), e os níveis 1 e 2 do regime especial da BOVESPA.

Setores	Número de empresas	
	No Novo Mercado	BDR, N1, N2 e Tradicional
Bens Industriais	3	0
Construção e Transporte	8	4
Consumo Cíclico	4	3
Consumo Não-cíclico	8	0
Financeiro e Outros	2	1
Materiais Básicos	1	0
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1	0
Tecnologia da Informação	3	2
Utilidade Pública	3	3
	33	13

Tabela 3
Estatística Descritiva Uni-variada dos IPOs

Essa tabela apresenta estatísticas descritivas das ofertas públicas iniciais que ocorrem no Novo Mercado e nos outros níveis de governança corporativa. Na parte inferior da tabela, são reportados testes de igualdade de médias para cada variável, permitindo que as variâncias não sejam iguais. Novo Mercado: nível de listagem na BOVESPA que apresenta normas mais rigorosas de governança corporativa. BDR: *Brazilian Depositary Receipt*, ações de empresas estrangeiras emitidas na BOVESPA. N1 e N2: outros dois níveis de listagem com normas de governança corporativa menos rigorosas em relação ao Novo Mercado. Tradicional: único tipo de listagem possível até dezembro de 2000 (não possui regras de governança corporativa). Percentual de Oferta Secundária: número de ações da Oferta Secundária sobre o total de ações da empresa e analogamente para o Percentual da Empresa Vendido e Percentual de Oferta Primária. O Desconto Inicial é dado pela relação entre o preço de fechamento e o preço de abertura do primeiro dia de negociação da ação (em percentual). Volume da Oferta em milhões de reais é dado pelo preço de prospecto da ação multiplicado pela soma de ações primárias e secundárias ofertadas ao mercado. A amostra compreende os IPOs ocorridos na BOVESPA entre 1994 a 2006.

	Nº	Percentual da Empresa Vendido			Percentual de Oferta Primária			Percentual de Oferta Secundária			Desconto Inicial		
		Média em %	Mínimo em %	Máximo em %	Média em %	Mínimo em %	Máximo em %	Média em %	Mínimo em %	Máximo em %	Média em %	Mínimo em %	Máximo em %
No Novo Mercado	33	44,36	10,52	100,00	23,09	0,00	99,82	19,93	0,00	60,98	6,24	-6,67	29,46
BDR, N1, N2 e Tradicional	13	28,84	0,32	58,00	16,27	0,00	52,68	12,57	0,00	50,75	16,47	-24,27	130,00
Estatística-t da diferença das médias		Ho: diff = 0; Ha: diff > 0 Pr(T > t) = 0,0059			Ho: diff = 0; Ha: diff > 0 Pr(T > t) = 0,1071			Ho: diff = 0; Ha: diff > 0 Pr(T > t) = 0,1105			Ho: diff = 0; Ha: diff < 0 Pr(T < t) = 0,1657		

Tabela 4
Impacto do Novo Mercado no Percentual Total das Ofertas

No modelo A dessa tabela, estimamos por mínimos quadrados ordinários 2 regressões: (i) com *outlier* e (ii) sem *outlier*. Já no modelo B, a estimação é feita por mínimos quadrados de três estágios, sendo o sistema de equações simultâneas (iii) com *outlier* e (iv) sem *outlier*. *Outlier*: IPO da empresa Elektro, Desconto Inicial de 130%, mais de 4 vezes maior que o segundo maior desconto. Exclusão: Banco Nossa Caixa, por ser uma estatal. Instrumento utilizado no modelo B: Ativo Permanece sobre Ativo Total com o Novo Mercado especificado como endógena. As variáveis de estoque (Ativo Permanente, Ativo Total, Exigível a Longo Prazo, Passivo Circulante e Patrimônio Líquido) são do trimestre imediatamente anterior à emissão. Já as variáveis de fluxo (Ibovespa Ano, Lucro Operacional e Receita Bruta) são do fechamento do ano imediatamente anterior à emissão. Os dados das demonstrações financeiras estão corrigidos pela inflação (IPCA do período) e normalizados pelo Ativo Total. Endividamento é a soma de Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo, normalizado por Ativo Total. Patrimônio Líquido e Ativo Total estão divididos por mil. *Dummies*: Novo Mercado, Setor de Consumo (Consumo Cíclico ou Não-cíclico), Pessoa Jurídica Vende e *Underwriter* (o líder da emissão pertence ao grupo A). Para separar o efeito do Novo Mercado na presença de Pessoa Jurídica vendendo ações e na ausência dela, criamos duas interações: Novo Mercado com Pessoa Jurídica e Novo Mercado sem Pessoa Jurídica. O Desconto Inicial é dado pela relação percentual entre o preço de fechamento e o preço de abertura do primeiro dia. O Percentual da Empresa Vendido é dado pelo número de ações da Oferta Primária e da Secundária sobre o total de ações da empresa. O Volume da Oferta em milhões de reais é dado pelo preço de prospecto da ação multiplicado pela soma de ações primárias e secundárias ofertadas ao mercado. A amostra compreende os IPOs ocorridos na BOVESPA entre 1994 a 2006.

Variáveis Explicativas	Variáveis Dependentes					
	Modelo A: OLS		Modelo B: Equações Simultâneas			
	Percentual da Empresa Vendido (i)	Percentual da Empresa Vendido (ii)	Percentual da Empresa Vendido (iii)	Desconto Inicial (iii)	Percentual da Empresa Vendido (iv)	Desconto Inicial (iv)
Novo Mercado	11,280 (0,112)	9,831 (0,153)	1,825 (0,841)		9,524 (0,113)	
Pessoa Jurídica Vende no Novo Mercado				-7,014 (0,308)		1,585 (0,592)
Pessoa Jurídica Não vende no Novo Mercado				-12,090 (0,140)		-0,372 (0,917)
Lucratividade	0,093 (0,550)	0,136 (0,375)	0,063 (0,704)	-0,014 (0,925)	0,161 (0,274)	-0,061 (0,325)
Desconto Inicial	-0,058 (0,713)	0,568 (0,123)	-1,190* (0,081)		1,019 (0,336)	
Endividamento	0,042 (0,795)	0,050 (0,748)	0,032 (0,851)	-0,027 (0,859)	0,053 (0,700)	0,006 (0,929)
Ativo Total	-0,011 (0,372)	-0,012 (0,316)	0,009 (0,625)	0,018 (0,102)	-0,015 (0,203)	0,005 (0,273)
Pessoa Jurídica Vende	4,798 (0,462)	4,114 (0,514)	10,185 (0,240)		3,099 (0,604)	
Patrimônio Líquido	0,006 (0,728)	0,009 (0,591)	-0,020 (0,443)	-0,021 (0,187)	0,014 (0,429)	-0,010 (0,132)
Setor de Consumo	5,010 (0,451)	3,071 (0,635)	3,829 (0,559)		3,286 (0,582)	
Ibovespa Ano Anterior	-0,114 (0,226)	-0,200* (0,053)	0,057 (0,693)	0,131 (0,121)	-0,264 (0,115)	0,147*** (0,000)
Underwriter				3,888 (0,497)		-3,071 (0,249)
Volume Oferta Total				-0,010 (0,289)		0,007 (0,125)
Constante	32,892** (0,010)	32,790*** (0,008)	37,858*** (0,002)	11,432 (0,309)	32,498*** (0,002)	-0,449 (0,926)
Observações	46	45	46	46	45	45
R-quadrado	0,313	0,324				
Teste F	1,820	1,870				

p-valores em parênteses

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Tabela 5
Impacto do Novo Mercado no Percentual das Ofertas Primárias e Secundárias –
Modelo I

Na tabela abaixo, estimamos por mínimos quadrados de três estágios 2 sistemas de equações simultâneas: (i) com *outlier*, (ii) sem *outlier*. *Outlier*: IPO da empresa Elektro, Desconto Inicial de 130%, mais de 4 vezes maior que o segundo maior Desconto Inicial. Instrumento utilizado: Ativo Permanente sobre Ativo Total com o Novo Mercado especificado como endógena. As variáveis de estoque (Ativo Permanente, Ativo Total, Exigível a Longo Prazo, Passivo Circulante e Patrimônio Líquido) são do trimestre imediatamente anterior à emissão. Já as variáveis de fluxo (Ibovespa Ano, Lucro Operacional e Receita Bruta) são do fechamento do ano imediatamente anterior à emissão. Ibovespa 4T é a variação do Ibovespa durante os 4 trimestres anteriores à emissão. Os dados das demonstrações financeiras estão corrigidos pela inflação (IPCA do período), apesar de a amostra não compreender um período de inflação elevada, e normalizados pelo Ativo Total. Endividamento é a soma de Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo, normalizado por Ativo Total. Patrimônio Líquido e Ativo Total estão divididos por mil. *Dummies*: Novo Mercado, Setor de Consumo (Consumo Cíclico ou Não-cíclico), Pessoa Jurídica Vende e *Underwriter* (o líder da emissão pertence ao grupo A). Para separar o efeito do Novo Mercado na presença de Pessoa Jurídica vendendo ações e na ausência dela, criamos duas interações: Novo Mercado com Pessoa Jurídica e Novo Mercado sem Pessoa Jurídica. O Desconto Inicial é dado pela relação entre o preço de fechamento e o preço de abertura do primeiro dia de negociação da ação (em percentual). O Percentual de Oferta Primária é dado pelo número de ações da Oferta Primária sobre o total de ações da empresa e analogamente para o Percentual de Oferta Secundária. Volume da Oferta em milhões de reais é dado pelo preço de prospecto da ação multiplicado pela soma de ações primárias e secundárias ofertadas ao mercado. A amostra compreende os IPOs ocorridos na BOVESPA entre 1994 a 2006.

Variáveis Explicativas	Variáveis Dependentes					
	(i)			(ii)		
	Perc. Oferta Primária	Perc. Oferta Secundária	Desconto Inicial	Perc. Oferta Primária	Perc. Oferta Secundária	Desconto Inicial
Novo Mercado	-0,490 (0,940)	5,145 (0,287)		4,978 (0,426)	7,013 (0,151)	
Pessoa Jurídica Vende no Novo Mercado			-5,947 (0,386)			2,513 (0,390)
Pessoa Jurídica Não vende no Novo Mercado			-17,276** (0,033)			-1,484 (0,671)
Desconto Inicial	-0,747*** 0,000	-0,123 (0,478)		-0,464 (0,344)	-0,485 (0,203)	
Patrimônio Líquido	-0,013 (0,416)	-0,004 (0,736)	-0,022 (0,161)	-0,005 (0,764)	-0,007 (0,577)	-0,011* (0,099)
Endividamento	0,078 (0,593)	0,015 (0,890)	0,020 (0,894)	0,103 (0,477)	-0,008 (0,942)	0,004 (0,947)
Lucratividade	-0,073 (0,609)	0,168* (0,080)	0,010 (0,947)	-0,070 (0,624)	0,147 (0,158)	-0,053 (0,386)
Ativo Total	0,008 (0,483)	-0,001 (0,887)	0,019* (0,081)	0,001 (0,960)	0,001 (0,947)	0,006 (0,187)
Setor de Consumo	-10,918** (0,050)	15,313*** 0,000		-12,192** (0,038)	14,858*** 0,000	
Pessoa Jurídica Vende		21,506*** 0,000			23,114*** 0,000	
Underwriter			6,591 (0,249)			-3,233 (0,177)
Volume Oferta Total			-0,011 (0,273)			0,004 (0,325)
Ibovespa 4T		0,018 (0,840)			0,088 (0,339)	
Ibovespa Ano Anterior			0,113 (0,146)			0,144*** 0,000
Constante	29,128*** (0,002)	-3,965 (0,716)	10,514 (0,346)	22,619** (0,024)	-6,712 (0,519)	0,817 (0,863)
Observações	38	35	46	38	34	45

p-valores em parênteses

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Tabela 6
Impacto do Novo Mercado no Percentual das Ofertas Primárias e Secundárias –
Modelo II

Na tabela abaixo, estimamos por mínimos quadrados de três estágios 2 sistemas de equações simultâneas: (i) com *outlier*, (ii) sem *outlier*, sem incluir as variáveis Lucratividade e Endividamento na equação do Perc. de Oferta Secundária. *Outlier*: IPO da empresa Elektro, Desconto Inicial de 130%, mais de 4 vezes maior que o segundo maior Desconto Inicial. Instrumento utilizado: Ativo Permanente sobre Ativo Total com o Novo Mercado especificado como endógena. As variáveis de estoque (Ativo Permanente, Ativo Total, Exigível a Longo Prazo, Passivo Circulante e Patrimônio Líquido) são do trimestre imediatamente anterior à emissão. Já as variáveis de fluxo (Ibovespa Ano, Lucro Operacional e Receita Bruta) são do fechamento do ano imediatamente anterior à emissão. Ibovespa 4T é a variação do Ibovespa durante os 4 trimestres anteriores à emissão. Os dados das demonstrações financeiras estão corrigidos pela inflação (IPCA do período) e normalizados pelo Ativo Total. Endividamento é a soma de Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo, normalizado por Ativo Total. Patrimônio Líquido e Ativo Total estão divididos por mil. *Dummies*: Novo Mercado, Setor de Consumo (Consumo Cíclico ou Não-cíclico), Pessoa Jurídica Vende e *Underwriter* (o líder da emissão pertence ao grupo A). Para separar o efeito do Novo Mercado na presença de Pessoa Jurídica vendendo ações e na ausência dela, criamos duas interações: Novo Mercado com Pessoa Jurídica e Novo Mercado sem Pessoa Jurídica. O Desconto Inicial é dado pela relação entre o preço de fechamento e o preço de abertura do primeiro dia de negociação da ação (em percentual). O Percentual de Oferta Primária é o número de ações da Oferta Primária sobre o total de ações da empresa e analogamente para o Percentual de Oferta Secundária. Volume da Oferta em milhões de reais é o preço de prospecto da ação multiplicado pela soma de ações primárias e secundárias ofertadas ao mercado. A amostra compreende os IPOs ocorridos na BOVESPA entre 1994 a 2006.

Variáveis Explicativas	Variáveis Dependentes					
	(i)			(ii)		
	Perc. Oferta Primária	Perc. Oferta Secundária	Desconto Inicial	Perc. Oferta Primária	Perc. Oferta Secundária	Desconto Inicial
Novo Mercado	-0,520 (0,937)	5,839 (0,239)		4,961 (0,428)	7,975 (0,111)	
Pessoa Jurídica Vende no Novo Mercado			-5,932 (0,387)			2,590 (0,372)
Pessoa Jurídica Não vende no Novo Mercado			-17,248** (0,033)			-1,371 (0,691)
Desconto Inicial	-0,745*** 0,000	-0,100 (0,563)		-0,453 (0,355)	-0,619 (0,111)	
Patrimônio Líquido	-0,014 (0,398)	0,000 (0,978)	-0,022 (0,166)	-0,005 (0,759)	-0,005 (0,588)	-0,010 (0,102)
Endividamento	0,076 (0,596)		0,019 (0,898)	0,103 (0,474)		0,004 (0,944)
Lucratividade	-0,041 (0,773)		-0,003 (0,983)	-0,059 (0,678)		-0,087 (0,122)
Ativo Total	0,008 (0,453)	-0,005 (0,489)	0,019* (0,082)	0,001 (0,948)	-0,001 (0,847)	0,005 (0,215)
Setor de Consumo	-10,971** (0,050)	15,694*** 0,000		-12,282** (0,036)	15,262*** 0,000	
Pessoa Jurídica Vende		21,162*** 0,000			23,635*** 0,000	
Underwriter			6,695 (0,242)			-3,217 (0,170)
Volume Oferta Total			-0,011 (0,265)			0,004 (0,343)
Ibovespa 4T		0,035 (0,670)			0,121 (0,182)	
Ibovespa Ano Anterior			0,115 (0,141)			0,143*** 0,000
Constante	28,493*** (0,003)	-2,163 (0,788)	10,739 (0,335)	22,320** (0,036)	-5,491 (0,490)	1,663 (0,710)
Observações	38	35	46	38	34	45

p-valores em parênteses

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)