

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 quatro 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.