

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.

Srour, 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., Baldit	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	Folhapar 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
BRSCAN RESIDENTIAL PROPERTIES	20/10/2006	Novo Mercado
BRASIL ECODIESEL IND. BIOCOMB. 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
DUFREY 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%