

# Abertura de Capital no Brasil: Percepções de Executivos Financeiros\*

## *Initial Public Offerings in Brazil: the Perceptions of Financial Executives*

**Helen Cristina Steffen**

Professora Mestre em Ciências Contábeis do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade do Vale do Rio dos Sinos  
E-mail: hcsteffen@unisinos.br

**Francisco Antônio Mesquita Zanini**

Professor Doutor em Contabilidade e Organização de Empresas do Departamento de Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos  
E-mail: fzanini@unisinos.br

Recebido em 4.6.2011- Aceito em 9.6.2011- 3ª. versão aceita em 19.6.2012

---

### RESUMO

O presente estudo investigou as percepções dos executivos financeiros (CFO) sobre as *Initial Public Offerings* (IPOs) no Brasil, replicando grande parte da pesquisa de Brau, Ryan, e DeGraw (2006) nos Estados Unidos. Foi aplicada uma survey com 32 executivos financeiros de empresas que lançaram IPOs entre 2004 e 2008 no Brasil, e foram testadas duas teorias financeiras: a Teoria do Ciclo de Vida e a Teoria de *Market Timing*. Os resultados mostraram que os executivos no Brasil confirmam tanto as teorias do ciclo de vida quanto a teoria de *Market Timing*, e a teoria da estrutura ótima de capital. Os executivos não consideram os IPOs como forma de alterar o controle da empresa, e não consideram como desvantagens a perda de controle e confidencialidade com o IPO.

**Palavras-chave:** Teoria de *Market Timing*. Ciclo de vida. Percepções de executivos financeiros.

---

### ABSTRACT

*This study examines financial executives' perceptions of Initial Public Offerings (IPOs) in Brazil, replicating in large part the research of Brau, Ryan, and DeGraw (2006) in the United States. We surveyed 32 chief financial executives of companies that conducted an IPO between 2004 and 2008 in Brazil and tested two financial theories: the Life Cycle Theory and the Market Timing Theory. The results show that the financial executives in Brazil confirm the life cycle theory as well as market timing and static trade-off theories. The financial executives do not consider an IPO to be a way to change company control, and they do not perceive the disadvantages of the loss of control and confidentiality that result from an IPO.*

**Keywords:** *Market Timing. Life cycle. Financial Executive's Perceptions.*

## 1 INTRODUÇÃO

A competitividade do mercado e a necessidade de crescer levam as empresas a buscar o financiamento externo. O mercado de capitais representa uma fonte-chave desse financiamento. Em nível nacional, o mercado de capitais tem papel essencial no crescimento e desenvolvimento econômicos, especialmente em economias emergentes como o Brasil. De acordo com Assaf Neto (2000), os benefícios das *Initial Public Offerings* (IPOs) incluem uma redução do risco financeiro da empresa devido à maior capitalização, melhor liquidez ao acionista, realização do seu investimento, profissionalização das decisões administrativas e empresariais, e melhoria da imagem da empresa no mercado.

Entre 2004 e 2007, a quantidade de IPOs no Brasil aumentou rapidamente – 7 em 2004, 9 em 2005, 26 em 2006, e 64 em 2007, a terceira maior quantidade no mundo naquele ano (Valor Online, 2007). Durante a crise econômica global, porém, somente quatro empresas brasileiras abriram o capital em 2008 e seis em 2009. Desde então, o aquecimento do mercado tem acontecido gradualmente, com mais empresas abrindo seu capital.

O aumento no volume negociado no mercado de capitais brasileiro pode ser explicado pela atual economia brasileira, além das mudanças estruturais. Em anos recentes, o ímpeto da atividade econômica tem crescido, a inflação está sob controle, as taxas de juros têm diminuído e houve expansão no crédito (Zanini & Zani, 2009). Outro fator que contribuiu ao maior interesse no mercado de capitais brasileiro foi a criação de diferentes níveis de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em dezembro do ano 2000 (Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais). Esses segmentos especiais de listagem foram desenvolvidos para fornecer um ambiente de negociação que simultaneamente estimula o interesse dos investidores e a valorização das empresas.

Diante da nova onda de IPOs no Brasil em um ambiente monetário estável, com prospectos mais sólidos com vistas ao maior dinamismo econômico nos próximos anos, é importante conduzir estudos nesta área. Diferentemente dos EUA, onde Brau e Fawcett (2006) e Brau, Ryan, e DeGraw

(2006) estudaram as percepções dos executivos financeiros sobre IPOs, no Brasil, não há estudos sobre o que motiva as empresas a abrirem seu capital. E isso levou ao presente estudo, já que é essencial conhecer as razões que levam as empresas hoje a abrirem seu capital do ponto de vista daqueles que lideram o processo de condução do IPO, e assim determinar a relação entre o que as teorias revelam e a percepção desses executivos.

O objetivo central do presente estudo é compreender por que as empresas brasileiras conduzem o IPO, do ponto de vista dos executivos financeiros das empresas que abriram seu capital. Para este fim, replicamos o estudo de Brau, Ryan, e DeGraw (2006) que testa as teorias do ciclo de vida e da teoria de *market timing* para explorar a motivação das empresas americanas que lançam IPOs e foram encontrados resultados significativamente semelhantes para empresas brasileiras.

Neste estudo, os resultados foram semelhantes na maior parte do tempo. Os executivos financeiros concordaram com o benefício oferecido pelo IPO para obter fundos para o crescimento de longo prazo, e com a estrutura ótima de capital. Os executivos financeiros não consideraram o IPO como um mecanismo para mudar o controle da empresa, e não perceberam que acarreta perda de controle. Melhorias no mercado secundário da empresa foram percebidas como benefício do IPO. Os executivos financeiros não perceberam as desvantagens do escrutínio público com o IPO no Brasil, mas, nos EUA, isso foi visto como uma desvantagem.

Como o estudo tentou identificar quais aspectos influenciaram as motivações e o processo de conduzir o IPO no Brasil, e como não há pesquisas conhecidas que tentam descobrir essas percepções nas empresas brasileiras, compreende-se que este estudo oferecerá diferentes contribuições: (1) acadêmica, com a possibilidade de comparar as perspectivas dos executivos com as teorias existentes; (2) para os executivos, identificando os riscos e benefícios que percebem vinculados ao IPO, e aspectos valorizados do processo do IPO; e (3) pública, informando as agências regulatórias sobre os pontos em que a legislação pode ser melhorada para estimular a capitalização das empresas brasileiras através do mercado de capitais.

## 2 TEORIAS

### 2.1 Teoria do Ciclo de Vida.

De acordo com essa teoria, as empresas abrem o capital em determinado momento do seu ciclo de crescimento. Uma das primeiras teorias formais sobre motivações para o IPO foi a de Zingales (1995), que observa que é muito mais fácil para uma empresa compradora notar um alvo de aquisição quando possui capital aberto. Além disso, os empreendedores entendem que os compradores podem influenciar mais no sentido da aquisição de uma empresa-alvo se puderem pressionar os investidores estrangeiros.

Através do IPO, os empreendedores conseguem facilitar a aquisição das suas empresas por um valor muito supe-

rior ao que ganhariam numa venda direta. Porém, Black e Gilson (1998) argumentam que os empreendedores muitas vezes ganham o controle dos investidores de capital de risco nos IPOs (*venture capital*), já que a quantidade de acionistas é pulverizada e, assim, os investidores perdem uma boa parte do controle da empresa. Essa observação é confirmada por Chemmanur e Fulghieri (1999), que discutem que um IPO permite a dispersão da propriedade de uma empresa entre muitos investidores pequenos, reduzindo assim o controle dos investidores de risco na empresa com a pulverização do capital. Esses investidores geralmente não circulam pela empresa e, assim, não têm acesso para pôr

em risco informação empresarial confidencial, aumentando assim o controle dos administradores.

De acordo com Maksimovic e Pichler (2001), uma empresa que abre seu capital ao mercado pode ganhar vantagem competitiva e maior prestígio no mercado. A empresa aumenta seu valor de mercado, incrementando assim a confiança dos outros investidores, clientes e credores, por exemplo. Os autores discutem também que a transição de uma empresa de controle privado para público transmite informações positivas sobre a empresa e sua viabilidade ao mercado, melhorando a percepção dos investidores sobre a empresa. Além disso, outros importantes estudos na área podem ser citados, como seguem:

- Modigliani e Miller (1963) e Scott (1976) defendem que os IPOs facilitam a otimização da estrutura de capital;
- Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) mostram que os IPOs são uma consequência natural da teoria *pecking order*;
- Mello e Parsons (1998) discutem que os IPOs aumentam a liquidez da empresa;
- Bradley, Jordan, e Ritter (2003) defendem que os IPOs permitem a cobertura dos analistas de mercado; e
- Brau, Ryan, e DeGraw (2006) argumentam que os IPOs permitem aos proprietários retirar seu capital investido na empresa.

## 2.2 Teoria de Market Timing.

A teoria de *Market Timing* (as janelas de oportuni-

## 3 MÉTODO E DADOS

Este estudo é considerado descritivo e, portanto, de acordo com Roesch (2007), tem como objetivo coletar informações sobre uma população através de, por exemplo, uma pesquisa experimental. Apesar de ser considerada principalmente descritiva, porém, a presente investigação aplica alguns testes estatísticos quantitativos não-paramétricos para determinar as relações entre certas variáveis e, assim, permitir comparativos entre as opiniões dos respondentes e dos eventos após o IPO.

O estudo explorou os motivos pelos quais as empresas abrem seu capital na bolsa de valores na perspectiva dos executivos financeiros brasileiros, pois esses profissionais acompanham diretamente o processo de IPO e, portanto, conhecem todos os aspectos considerados durante a condução do IPO. Foi replicada a pesquisa de Brau, Ryan, e DeGraw (2006) nos Estados Unidos, aplicando os mesmos questionários às empresas no Brasil que abriram seu capital no período 2004–2008, permitindo comparar os resultados brasileiros com o estudo americano.

### 3.1 Coleta de Dados.

Para a coleta de dados foram usados questionários estruturados, o método mais adequado para obter as opiniões da amostra (Roesch, 2007). Além disso, este estudo

de) sugere que as empresas conduzam o IPO com base nas condições econômicas para aumentar o valor de mercado. Choe, Masulis, e Nanda (1993) concluem que as empresas evitam abrir seu capital quando poucas outras empresas boas estão lançando novas ações. Loughran e Ritter (1995) concluem que os IPOs ocorrem durante determinadas “janelas de oportunidade”, isto é, durante um mercado aquecido em que a empresa pode ter maiores oportunidades de bons retornos.

Ritter e Welch (2002) sugerem que, sem assimetria de informações, caso a empresa perceba que a sua valorização é baseada mais em perspectivas internas, o envolvimento básico do negócio diário é fundamental, e menos das ações do público. As mudanças repentinas da valorização da empresa perante o mercado não são absorvidas rapidamente pelos empresários, e com isso eles podem estar atribuindo valores com defasagem para a companhia. Como resultado, o preço de mercado ou o preço atribuído pelos empresários pode ser conduzido por sentimentos irracionais, e assim os empresários estão mais propensos a vender ações após o aumento do valor pelo mercado ter ocorrido.

De acordo com Brau, Ryan, e DeGraw (2006), se uma empresa souber que está sendo valorizada abaixo do mercado, postergará o IPO até o momento em que o mercado esteja mais aquecido para obter preços melhores. Brau e Fawcett (2006) relacionam as motivações para abrir o capital com as teorias existentes e argumentam que as teorias acadêmicas sugerem quatro motivos para IPOs: para minimizar o custo de capital, pessoas bem informadas vendendo suas ações para obter ganhos pessoais (saída dos investidores de risco), aquisições e mudanças estratégicas.

utiliza o mesmo questionário aplicado por Brau, Ryan, e DeGraw (2006) no mercado de capitais americano, obtido com a permissão dos autores e traduzido para o português (os leitores podem solicitar o questionário original diretamente dos autores).

A técnica conhecida como *backtranslation* foi usada para validar o questionário, técnica essa baseada no estudo de Benetti, Decourt, e Terra (2007), quando os autores replicaram a *survey* de Graham e Harvey (2001). Esta técnica envolve eliminar quaisquer vieses que possam ocorrer na tradução de um questionário de um idioma estrangeiro para o idioma do país onde o estudo será aplicado. O questionário em inglês foi enviado primeiramente para dois estudiosos bilíngues na área de finanças no Brasil para fins de tradução para o português. As duas traduções foram combinadas posteriormente numa única versão. Essa tradução foi enviada posteriormente a três acadêmicos bilíngues, nenhum dos quais tinha acesso ao questionário original, para retrotradução ao inglês, eliminando assim possíveis diferenças entre o questionário original e a versão traduzida.

O questionário usou dois tipos de perguntas. O primeiro mede as respostas numa escala Likert de cinco pontos, em que (1) indica “total discordância” e (5) “total concordância”. O segundo usa respostas do tipo: Sim, Não ou Não Sei. Assim, é



possível medir várias dimensões de um tema e quantificar as opiniões e atitudes dos respondentes (Roesch, 2007).

O questionário foi enviado aos executivos financeiros das empresas selecionadas que estavam diretamente envolvidos no processo de IPO, e por isso entende-se que seriam as pessoas mais capazes de informar as percepções sobre o processo de IPO e as motivações para conduzi-lo. O Centro de Estudos e Pesquisas em Administração (CEPA), órgão auxiliar vinculado com a Escola de Administração da Uni-

versidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), foi depois contratado para aplicar os questionários por telefone nos meses de agosto e setembro de 2009. As informações de contato das empresas, dados sobre a oferta pública de ações e outros dados relevantes foram coletados de fontes secundárias, tais como os sites das empresas, a base de dados Economatica e as páginas eletrônicas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Bovespa. A Tabela 1 mostra as empresas na amostra final.

**Tabela 1** Empresas na Amostra

Empresa	Ano de Registro	Setor de Atividade
ABYARA PLANEJAMENTIMOBILIÁRIO S.A.	2006	Construção Civil
ALL América Latina Logística S.A.	2004	Ferroviário
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	2007	Financeiro
BCO DAYCOVAL S.A.	2007	Financeiro
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	2007	Financeiro
BCO INDUSVAL S.A.	2007	Financeiro
BCO SOFISA S.A.	2007	Financeiro
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	2007	Propriedade de Exploração
CIA PROVIDENCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	2007	Vários Materiais
CPFL ENERGIA S.A.	2004	Eletricidade
CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.	2007	Construção Civil
CREMER S.A.	2007	Produtos Medicinais e Outros
DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A.	2004	Medicina Diagnóstica
EDP - ENERGIAS DO BRAZIL S.A.	2005	Eletricidade
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	2006	Eletricidade
ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.	2007	Serviços Educacionais
IGUATEMI EMPRESA DE SHOP. CENTERS S.A.	2007	Propriedade de Exploração
INPAR S.A.	2007	Construção Civil
INVEST TUR BRAZIL - DESENV. IMOB. TUR. S.A.	2007	Hospitalidade
JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	2007	Construção Civil
KROTON EDUCATIONAL S.A.	2007	Serviços Educacionais
Medial Saúde S.A.	2006	Seguros Médicos e Odontológicos
MULTIPLAN - EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	2007	Propriedade de Exploração
OBRASCON Huarte Lain S.A. BRAZIL	2005	Operação de Rodovias
PARANA BCO S.A.	2007	Financeiro
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A.	2006	Medicina
SANTOS BRASIL S.A.	2006	Serviços de Suporte e Armazenagem
SATIPEL INDUSTRIAL S.A.	2007	Madeira
SLC AGRÍCOLA S.A.	2007	Agricultura
ICC - TRIUMPH PARTICIP. E INVEST. S.A.	2007	Operação de Ferrovias
UNIVERSO ONLINE S.A.	2005	Programas e Serviços
WILSON SONS LTD.	2007	Serviços de Suporte e Armazenagem

A amostra inicial incluiu 97 empresas, 32 das quais responderam ao questionário, uma taxa de resposta de 33%. As empresas participantes atuam em vários setores econômicos, principalmente os setores de finanças, construção, energia e pesquisa, responsáveis por 16 empresas ou meta-

de da amostra final. Os outros setores econômicos foram, por exemplo, a indústria, serviços diagnósticos, transporte ferroviário, agricultura, serviços educacionais, indústria farmacêutica. Todas as empresas possuem controle acionário privado.

### 3.2 Análise de Dados.

O primeiro passo foi analisar as frequências das respostas de cada pergunta da *survey*, com vista a determinar a distribuição das respostas dos executivos financeiros e as estatísticas descritivas da amostra. Para verificar a normalidade da amostra, os histogramas de frequência das amostras foram analisados. Como a amostra abrange não só executivos financeiros, mas também alguns analistas e gerentes de relações com investidores, o teste de Mann-Whitney foi usado para determinar a diferença entre a média das respostas dos executivos financeiros e dos outros respondentes.

O segundo passo foi uma análise bivariada dos dados transversais e cálculos de medidas de associação e diferenças entre as variáveis no levantamento. Diante da amostra relativamente pequena, foram aplicados testes estatísticos não paramétricos, já que testes paramétricos não são adequados para pequenos grupos de elementos devido ao risco de os resultados não refletirem as opiniões exploradas na pesquisa. Os testes usados neste estudo foram os mesmos usados por Brau, Ryan, e DeGraw (2006).

Na primeira parte das análises foi realizada a confrontação das respostas obtidas com a aplicação dos questionários e as hipóteses de condução dos IPOs de acordo com as teorias do ciclo de vida das empresas e a teoria de *market timing*. Como as perguntas são relacionadas a teorias semelhantes, mas sob diferentes perspectivas, foram feitos os testes para medir se havia correlação entre as respostas, com as questões: (1) sobre as teorias do ciclo de vida das empresas, com as questões sobre a percepção de que os recursos captados com o IPO serviram para financiamento do crescimento, tanto no curto como no longo prazo; (2) sobre a estrutura

de capital e a teoria de *pecking order*, com as questões sobre a redução do custo de capital e a redução do endividamento geral e do endividamento bancário com o IPO; (3) sobre a percepção mais otimista do mercado em relação à empresa, com as questões sobre o aumento da liquidez das ações após o IPO e a melhora no mercado secundário, as questões sobre o maior prestígio em participar da bolsa de valores e o aumento da atenção da mídia sobre a empresa; (4) sobre a estrutura ótima de capital e os planos de aumentar o endividamento dentro de dois anos; e (5) sobre o controle da empresa, com as questões sobre a saída dos donos originais com o IPO e a possibilidade de aumentar as chances de troca de controle, as questões sobre a venda de parte das ações dos donos originais, e sobre a redução do controle e o escrutínio repentino dos investidores após o IPO. O resumo das teorias e dos resultados está no Apêndice.

Para comparar os grupos de perguntas e respostas e suas teorias, foram aplicadas as análises de correlação de Spearman para verificar se os respondentes foram consistentes nas suas percepções. Os coeficientes de correlação de Spearman são considerados significantes, na maioria dos casos com intervalos de confiança de pelo menos 90% ou, em outras palavras, com significância de 10% ou menos.

Para melhor análise dos dados, empresas com menos de 10 anos de experiência no mercado no momento do IPO foram classificadas como “mais jovens”, e aquelas com mais de 10 anos de experiência no mercado, como “menos jovens”. Usamos o mesmo critério de Brau e Fawcett (2006) para o tamanho da empresa, em que uma renda operacional líquida de mais de \$100 milhões no ano do IPO indica uma empresa “maior”, com empresas médias e pequenas indicadas como “menores”.

## 4 RESULTADOS E ANÁLISE

Antes de analisar as respostas dos executivos financeiros, já que os gerentes e analistas de relações com os investidores também participaram, foi usado um teste Mann-Whitney não-paramétrico para determinar quaisquer diferenças na média das percepções entre ambos os grupos. Não foi encontrada nenhuma diferença significativa do ponto de vista estatístico entre as respostas dos dois grupos, garantindo maior consistência nos outros resultados.

### 4.1 Resultados da Teoria do Ciclo de Vida.

De acordo com a teoria do ciclo de vida, as empresas abrem seu capital em determinados momentos dos seus ciclos de crescimento. Em algumas situações, isso acontece porque necessitam mais capital de crescimento, e em outras porque seus proprietários e investidores originais querem diversificar seus negócios (Brau, Ryan, & Degraw, 2006). A Tabela 2 mostra questões relacionadas às teorias do ciclo de vida e da teoria de *market timing*, sendo que, no Painel A (Tabela 2), são apresentadas as teorias em nível geral, e no Painel B (Tabela 3) as teorias são direcionadas de forma específica.

Todos os dados apresentados nas Tabelas de 2 a 11 foram obtidos da amostra de 32 empresas que abriram seu capital

entre 2004 e 2008. As tabelas mostram somente as porcentagens de concordância em relação às perguntas, ou seja, a porcentagem dos respondentes que concordaram moderadamente ou fortemente com o aspecto questionado (4 ou 5 da escala do tipo Likert), sendo que a diferença entre esse percentual e os 100% é a porcentagem de respondentes que não se manifestaram em relação à pergunta, tinham posição neutra ou não concordaram. Os executivos financeiros responderam às perguntas numa escala Likert de 5 pontos, em que (5) representa “total concordância” e (1) “total discordância”. Os resultados de Brau, Ryan, e DeGraw (2006) para o mercado norte-americano são apresentados ao lado para as comparações de respostas.

No Painel A da Tabela 2, as duas primeiras questões dizem respeito ao crescimento da empresa. Os resultados mostram que 75% dos respondentes concordaram que um benefício do IPO foi a obtenção de recursos adicionais para o crescimento no curto prazo, e 71.8% concordaram que o IPO também beneficiou o crescimento de longo prazo. Esses resultados são consistentes com aqueles de Pagano (1993) e Assaf Neto (2000), que afirmam que os IPOs representam uma fonte de fundos permanentes para o crescimento da empresa.

**Tabela 2** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPO (Painel A)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel A: Teoria Geral do Ciclo de Vida</i>						
Um benefício do IPO é que permitiu para a empresa captar recursos adicionais para fins de crescimento imediato.	75%	4,06	1,21	82.6%	4,33	1,07
Um benefício do IPO é que permitiu para a empresa captar recursos adicionais para fins de crescimento de longo prazo.	71.8%	4,03	0,99	86.8%	4,40	0,89
Sim, não, ou não sei	Sim	-	-	Sim	-	-
A probabilidade de abertura de capital é menor entre empresas menores.	59.4%	-	-	56.0%	-	-
A probabilidade de abertura de capital é menor entre empresas mais novas.	34.4%	-	-	49.5%	-	-
A probabilidade de abertura de capital é menor entre empresas de alta tecnologia.	9.4%	-	-	2.0%	-	-
A probabilidade de abertura de capital é maior entre empresas de maior risco.	9.4%	-	-	11.5%	-	-

Brau, Ryan, e DeGraw (2006) encontraram resultados semelhantes nos EUA. Quase 83% dos respondentes concordaram com o benefício do IPO de obter recursos para crescimento no curto prazo, e quase 87% concordaram com o benefício oferecido pelo IPO de obter fundos para crescer no longo prazo. Essa percepção está de acordo com as teorias do ciclo de vida.

As outras quatro perguntas no Painel A dizem respeito às percepções dos executivos financeiros sobre os tipos de empresas que abrem seu capital nas bolsas de valores, i.e., empresas menores, empresas mais jovens, empresas de alta tecnologia e empresas de maior risco. De acordo com os dados, 59.4% dos respondentes concordaram que há menor probabilidade de abertura de capital entre as empresas menores, 34.4% entre as empresas mais jovens, somente 9.4% entre as de alta tecnologia, e 9.4% dos respondentes consideravam que há maior probabilidade de abertura de capital entre as empresas com maior risco (empresas com alto risco de investimento). Essas respostas sugerem que os administradores financeiros consideram as características

do ciclo de vida das empresas quando decidem conduzir um IPO, de acordo com Ritter e Welch (2002).

Brau, Ryan, e DeGraw (2006) encontraram resultados semelhantes para os respondentes norte-americanos. Foram encontrados maiores níveis de concordância entre os respondentes norte-americanos (aproximadamente 15% a mais do que entre os brasileiros) somente sobre a menor probabilidade de abertura de capital entre as empresas mais jovens. Para as outras características, as percepções foram praticamente iguais.

Com relação à teoria do ciclo de vida da empresa, Modigliani e Miller (1963) e Scott (1976) argumentam que uma estrutura de capital ótima minimiza o custo de capital da empresa e, assim, aumenta seu valor de mercado. Portanto, se houver necessidade de recursos externos em algum ponto do ciclo de vida da empresa para continuar o crescimento, o IPO pode ser uma forma de otimizar sua estrutura de capital. Para testar essa teoria, a primeira questão da Tabela 3 (Painel B) pergunta diretamente se os executivos financeiros pensam que um dos benefícios do IPO foi minimizar o custo do capital da empresa.

**Tabela 3** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPOs (Painel B)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel B: Estrutura de Capital/Custo de Capital</i>						
Um benefício do IPO foi diminuir o custo de capital total.	59.4%	3,59	1,21	38.2%	2,98	1,36
Sim, não ou não sei	Sim	-	-	Sim	-	-
A empresa planeja lançar mais ações dentro de dois anos.	53.1%	-	-	33.7%	-	-
A combinação dívida/capital está ótima.	46.9%	-	-	49.5%	-	-

No total, 59.4% dos executivos concordaram que um dos benefícios do IPO foi a redução do custo de capital. Na mesma linha de raciocínio, as próximas duas perguntas do Painel B perguntaram se a empresa planejava aumentar seu endividamento nos próximos dois anos e se a estrutura de capital da empresa era ótima. A lógica é

que, se a empresa planeja aumentar sua dívida, pode estar planejando manter sua estrutura de capital ótima. Os resultados mostram que 53.1% dos respondentes acreditavam que a empresa aumentaria seu endividamento nos próximos dois anos, e 46.9% acreditavam que a estrutura de capital da empresa era ótima. Em outras palavras, os

resultados deram suporte para a ideia de que o IPO permite a redução do custo de capital de uma empresa, promovendo uma estrutura de capital otimizada.

Brau, Ryan, e DeGraw (2006) encontraram menos suporte para essa teoria do que o estudo brasileiro. Os resultados americanos na Tabela 3 sobre o possível benefício de o IPO reduzir os custos de capital mostram aproximadamente 20% menos de concordância do que no Brasil (38.2%), e somente 33.7% concordaram que as empresas planejavam lançar mais dívidas em dois anos. Quanto à estrutura de capital da empresa, os respondentes americanos consideraram que a combinação da dívida e do capital da empresa era ótima. As

respostas na Tabela 3 (Painel B) não mostram forte suporte para a ideia de que os IPOs promovem uma estrutura de capital otimizada e minimizam o custo de capital.

A Tabela 4 (Painel C) testou a teoria *pecking order* discutida por Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Os autores argumentam que as empresas preferem emitir a fonte de financiamento mais barata, e que as empresas preferem o capital interno em primeiro lugar, já que é a fonte mais barata. As primeiras duas questões do Painel C perguntaram aos executivos se acreditavam que o IPO permitiu às suas empresas reduzir a dívida (em geral), e especificamente seus empréstimos bancários.

**Tabela 4** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPOs (Painel C)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel C: Pecking order</i>						
Um benefício do IPO foi que permitiu à empresa reduzir sua dívida.	31.3%	2,68	1,45	44.4%	3,03	1,61
Um benefício do IPO foi a redução dos empréstimos bancários em aberto.	18.8%	2,12	1,20	37.4%	2,80	0,62
Sim, não, ou não sei	Sim	-	-	Sim	-	-
Há maior probabilidade de abertura de capital entre empresas com alto nível de alavancagem.	28.1%	-	-	47.9%	-	-
Há maior probabilidade de abertura de capital entre empresas com taxas de juros maiores.	43.8%	-	-	37.3%	-	-

No Brasil, 31.3% dos respondentes concordaram, indicando que o IPO não contribuiu para uma redução no nível de endividamento, com nível de concordância ainda menor (18.8%) quanto à redução no endividamento bancário. Somente 28.1% dos respondentes acreditavam que há maior probabilidade de abertura de capital entre empresas com altos níveis de endividamento, enquanto 43.8% acreditavam na maior probabilidade de abertura de capital entre empresas sujeitas a taxas de juros mais altas. De acordo com esses resultados, somente uma pequena proporção dos nossos respondentes concordaram totalmente com as questões, o que não permite rejeitar totalmente a teoria. Talvez isso indique que outros motivos podem ter sido mais relevantes

para a decisão de condução do IPO do que a mera redução da dívida.

Os resultados norte-americanos são um tanto diferentes, com maior nível de concordância sobre a redução da dívida e da dívida bancária, e menor variabilidade do que nas respostas dos executivos brasileiros. Apesar do maior suporte à teoria *pecking order* nos EUA, os resultados brasileiros são insuficientes para concluir que as empresas brasileiras confirmam a mesma teoria, devido à porcentagem de concordância inferior aos resultados americanos.

A Tabela 5 (Painel D) testa a teoria de Zingales (1995) e Mello e Parsons (2000), que discutem que o IPO permite a uma empresa aumentar suas opções para mudar o controle.

**Tabela 5** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPOs (Painel D)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel D: Zingales (1995) e Mello e Parsons (2000)</i>						
Um benefício do IPO foi que permitiu à empresa aumentar as opções para mudar o controle.	18.7%	2,45	1,23	22.2%	2,51	1,25

Sobre esse tema, somente 18.7% concordaram que um IPO permite a uma empresa aumentar suas opções de troca de controle. Isso mostra que, de acordo com a visão dos executivos que lideraram o processo do IPO, mudar o controle não estava nos planos dos antigos proprietários das empresas brasileiras.

Brau, Ryan, e DeGraw (2006) obtiveram resultados não muito diferentes para os EUA. Aproximadamente 22% dos executivos concordaram fortemente ou moderadamente que os IPOs aumentaram as opções das pessoas bem informadas para mudar o controle.

**Tabela 6** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPOs (Painel E)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel E: Dispersão otimizada</i>						
Um benefício do IPO foi que permitiu aos proprietários originais diversificarem seus interesses.	37.5%	2,83	1,39	46.0%	3,03	1,84
Um benefício do IPO foi que permitiu a venda de parte das ações dos proprietários.	37.6%	2,96	1,47	30.2%	2,46	1,52
Um benefício do IPO foi que aumentou a liquidez.	37.5%	3,12	1,43	82.5%	4,21	0,96
Um benefício do IPO foi que melhorou o mercado secundário.	28.1%	2,83	1,36	40.3%	3,28	1,15
Sim, não, ou não sei	Sim	-	-	Sim	-	-
A sua empresa fez outra oferta de ações desde a Oferta Pública Inicial.	28.1%	-	-	10.9%	-	-
A sua empresa planeja uma nova oferta de ações dentro dos próximos dois anos.	12.5%	-	-	48.3%	-	-

A Tabela 6 (Painel E) mostra uma série de perguntas sobre as teorias de Chemmanur e Fulghieri (1999), que discutem que o IPO permite maior dispersão do controle da empresa, e de Zingales (1995) e Mello e Parsons (1998), que discutem que o IPO cria um mercado secundário melhor para a empresa, aumentando a liquidez no mercado. As opiniões sobre esse tema foram muito divididas, com praticamente a mesma porcentagem para cada ponto na escala Likert. No total, 37.5% dos respondentes concordaram totalmente ou moderadamente que o IPO permitiu que os proprietários originais diversificassem seus interesses, 37.6% que o IPO permitiu a venda de parte das ações dos proprietários, somente 37.5% que o IPO aumentou a liquidez das ações, e somente 28.1% concordaram que o mercado secundário melhorou após o IPO. Apenas uma pequena parte dos respondentes concordou totalmente com as questões, o que não apoia as teorias existentes.

Brau, Ryan, e DeGraw (2006) encontraram resultados semelhantes para essas perguntas. Os executivos não consideraram o IPO como um mecanismo para mudar o controle das empresas. Somente 46% concordaram que o IPO permitiu aos proprietários originais diversificarem seus interesses, e somente 30.2% concordaram que o IPO permitiu a venda de parte das ações dos proprietários. Porém, uma pergunta expressou os sentimentos diferentes dos executivos em comparação com o estudo brasileiro: as melhorias no mercado secundário foram percebidas como mais benéficas do que para os executivos brasileiros – e isso para a maior parte do estudo – com 40% de concordância, e quase 83% com a maior liquidez.

As últimas duas questões do Painel E perguntaram se a empresa lançou mais ações após o IPO e se estava plane-

jando lançar novas ações nos próximos dois anos. De acordo com Harjoto e Garen (2003), empresas que lançam novas ações dentro de quatro anos após o IPO crescem mais rápido, e geralmente conseguem preços mais altos do que no IPO original no lançamento de outras ofertas de ações. Os dados não apoiam essa teoria, já que uma parte muito pequena dos respondentes planejou novas ofertas nos próximos dois anos. Somente 28.1% dos executivos concordaram que a empresa lançou outras ofertas após o IPO, e somente 12.5% responderam que a empresa planejava outras ofertas em dois anos.

Uma análise cuidadosa da Tabela 1 pode, contudo, indicar que grande parte das empresas que abriu seu capital nesse período no Brasil operava em segmentos mais maduros, que não estavam passando por uma fase de forte crescimento naquele momento. Isso explicaria os outros motivos para lançar um IPO. Das 32 empresas na amostra, somente seis (18.75%) atuam em setores que podem ser classificados como de alto crescimento no Brasil, isto é, construção civil e exploração de imóveis. Essa porcentagem é semelhante àquela dos respondentes que lançaram novas emissões em dois anos após o IPO ou planejavam fazê-lo nos próximos dois anos.

Brau, Ryan, e DeGraw (2006) encontraram resultados um tanto diferentes. Quase 11% dos executivos concordaram que as empresas haviam lançado uma oferta secundária desde o IPO, e 48.3% que as empresas planejavam fazê-lo no período de dois anos. Para contrastar os planos com as ações da administração, os autores analisaram as questões dois anos após cada IPO e, do total de 48.3% que indicaram planos de completar uma oferta secundária em dois anos, somente 21% a completaram.

**Tabela 7** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPOs (Painel F)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel F: Booth e Chua (1996), Brennan e Franks (1997), Chemmanur e Fulghieri (1999) e Brau, Francis, e Kohers (2003).</i>						
Uma desvantagem do IPO foi que reduziu o controle da empresa.	15.6%	1,93	1,16	38.2%	3,14	1,05
Um benefício do IPO foi que aumentou a aliança entre os acionistas e a administração.	50.0%	3,22	1,56	23.3%	2,75	1,16



A Tabela 7 (Painel F) testou as teorias de Booth e Chua (1996), Brennan e Franks (1997), Chemmanur e Fulghieri (1999) e Brau, Francis, e Kohers (2003), que argumentam que um IPO permite maior diversificação a uma empresa, aumentando simultaneamente o controle efetivo da propriedade. Brennan e Franks (1997), porém, sugerem que os proprietários podem não se dar conta da perda de controle que ocorre quando da dispersão entre vários acionistas no IPO. As duas perguntas do Painel F são se os executivos pensam que uma desvantagem do IPO foi a perda de controle da empresa, e se um benefício do IPO foi o fortalecimento da aliança entre os administradores e os acionistas. Somente 15.6% dos respondentes concordaram que o IPO reduziu o controle da empresa e metade dos respondentes, que fortaleceu a aliança entre os acionistas e os executivos. Esses resultados não apoiam as teorias sob análise.

No estudo de Brau, Ryan, e DeGraw (2006), 38.2% dos executivos concordaram forte ou fracamente com a primeira questão, que perguntou se os executivos perceberam a re-

dução no controle como uma desvantagem do IPO, e 23.3% concordaram com a segunda questão do Painel F. No geral, as respostas foram consistentes com a ideia de que um empreendedor pode não perceber uma redução no controle por causa da dispersão da propriedade em uma oferta pública.

De acordo com Zingales (1995), Black e Gilson (1998), Dhillon, Raman, e Ramirez (1999), Mello e Parsons (2000), e Ang e Brau (2003), o IPO permite aos proprietários de uma empresa retirar imediatamente seu capital investido, dando uma estratégia de saída à empresa. A Tabela 8 (Painel G) trata da questão que perguntou aos executivos se o IPO permitiu a saída dos proprietários originais da empresa.

Quase 22% dos executivos concordaram que um dos benefícios do IPO foi a oportunidade de saída dos proprietários. Mas esse resultado não oferece suporte forte às teorias existentes. Brau, Ryan, e DeGraw (2006) tampouco encontraram suporte para essas teorias, já que somente 3.8% dos executivos concordaram com essa questão.

**Tabela 8** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPOs (Painel G)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel G: Dhillon, Raman, e Ramirez (1999), Zingales (1995), Mello e Parsons (2000), Ang e Brau (2003) e Black e Gilson (1998)</i>						
Um benefício do IPO foi que permitiu a aposentadoria do proprietário original.	21.9%	2,19	1,51	3.8%	1,45	0,88

A Tabela 9 (Painel H) testou as teorias de Maksimovic e Pichler (2001) e Ritter e Welch (2002), que argumentam que uma empresa que lança um IPO pode ganhar vantagem competitiva e maior prestígio no mercado. Os respondentes concordaram em 59.4% dos casos que um dos benefícios do IPO foi uma melhoria na per-

cepção do mercado sobre a companhia. Com relação ao prestígio que acompanha a participação no mercado de ações, 46.9% concordaram. Pouco mais do que a metade (53.1%) dos respondentes concordou que o IPO aumentou a atenção da mídia. Esses resultados razoavelmente apoiam as teorias existentes.

**Tabela 9** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPOs (Painel H)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concor- da 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel H: Maksimovic e Pichler (2001), e Ritter e Welch (2002)</i>						
Um benefício do IPO foi que melhorou a percepção do mercado sobre as ações.	59.4%	3,51	1,48	48.7%	3,39	1,29
Um benefício do IPO foi o prestígio de estar listada em uma bolsa de valores.	46.9%	3,25	1,34	40.0%	3,08	1,14
Um benefício do IPO foi o aumento da atenção da mídia.	53.1%	3,29	1,42	28.5%	2,82	1,14

Brau, Ryan, e DeGraw (2006) encontraram menores níveis de concordância entre os executivos. Quase metade ou 48.7% dos executivos concordaram que o IPO serve para melhorar a percepção do mercado sobre as ações da empresa. Entre os respondentes, 40% concordaram que o prestígio de estar listada em uma bolsa de valores é um benefício do IPO. E houve bastante discordância sobre o papel do IPO como mecanismo para ganhar a atenção da mídia: somente 28.5% concordaram que um IPO ajuda a ganhar a atenção da mídia. Essa percepção é consistente com Ritter e Welch (2002), que concordam que a atenção da mídia tem papel menor.

Bradley, Jordan, e Ritter (2003) observam que uma desvantagem do IPO é que as empresas são monitoradas e avaliadas pelos investidores e, portanto, que o preço das ações começa

a representar o valor de mercado da empresa, que está muito vulnerável à percepção dos investidores sobre a empresa. Os autores mostram que os IPOs permitem que a empresa seja acompanhada por analistas do mercado, e que estes são mais favoráveis a dar opiniões positivas se a empresa tiver o capital aberto. A Tabela 10 (Painel I) testou essa teoria, perguntando se uma das desvantagens de um IPO foi que repentinamente abriu a empresa ao escrutínio público. Somente 25% dos respondentes concordaram com essa questão, o que não apoia a teoria de Bradley, Jordan, e Ritter (2003).

Apesar de a pergunta não estar diretamente relacionada aos analistas, levanta a questão muito mais ampla do escrutínio público, do qual um dos componentes é o acompanhamento dos analistas. Algumas variáveis podem impli-

car desconforto com o escrutínio público, já que abrir as informações aos concorrentes, à avaliação dos analistas de mercado e à evidenciação das informações pode ter custos. No Brasil, os executivos não perceberam o escrutínio público como desvantagem do IPO. Nos EUA, pelo contrário,

os executivos concordaram fortemente com essa questão. Essa porcentagem foi muito mais alta para os respondentes norte-americanos (quase 70%), o que indica que sua percepção difere daquela dos executivos brasileiros nesse aspecto. Essa consciência dá maior suporte no estudo americano.

**Tabela 10** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPOs (Painel I)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel I: Bradley, Jordan, e Ritter (2003).</i>						
Uma desvantagem do IPO foi que repentinamente abriu a empresa ao escrutínio público.	25.0%	2,43	1,19	68.9%	3,80	1,02

Resumindo, os executivos concordaram com a questão de o IPO oferecer o benefício de conseguir recursos tanto no curto como no longo prazo, e da teoria de estrutura ótima de capital. Os executivos não consideraram o IPO como forma de mudar o controle da empresa, nem para aumentar as opções de alteração do controle, o que vai contra as teorias sobre esse tema. A teoria de que um novo lançamento de ações pode beneficiar uma empresa não é confirmada pelas respostas dos executivos, já que não planejavam emitir novas ações nos próximos dois anos após o IPO. Não perceberam a perda de controle com o IPO, nem as desvantagens do escrutínio público que o IPO pode trazer. A melhoria no mercado secundário da empresa foi percebida como benefício do IPO. Especialmente a percepção do mercado sobre a empresa foi notada pelos executivos como benefício do IPO.

Nos EUA, Brau, Ryan, e DeGraw (2006) encontraram algumas percepções diferentes. As teorias do ciclo de vida foram confirmadas, com a forte concordância dos executivos, que acreditam claramente que os IPOs ajudam as empresas a crescer tanto no curto como no longo prazos. As respostas dos executivos não apoiam fortemente a ideia de que os IPOs promovem uma estrutura de capital otimizada e minimizam o custo de capital. Quando os executivos foram perguntados sobre o benefício do IPO para reduzir a dívida, parece que um subgrupo de executivos tem sentimentos em harmonia com a teoria *pecking order*.

Brau, Ryan, e DeGraw (2006) encontraram resultados semelhantes para as questões sobre a mudança de controle. Os executivos discordaram que o IPO serviu como mecanismo para mudar o controle da empresa. As respostas geralmente foram consistentes com a ideia de que um empreendedor

pode não perceber uma redução no controle por causa da dispersão da propriedade como resultado de uma oferta pública. Os executivos concordaram que o IPO serve para melhorar a percepção do mercado sobre as ações da empresa, e que o prestígio de estar listada em uma bolsa de valores é um benefício do IPO, mas houve bastante discordância sobre o IPO como veículo para ganhar a atenção da mídia. E os executivos perceberam o escrutínio público como desvantagem do IPO.

#### 4.2 Resultados da Teoria de *Market Timing*.

A Tabela 11 (Painel J) mostra os resultados de perguntas sobre a teoria de *market timing* discutidas por Lucas e McDonald (1990), Choe, Masulis, e Nanda (1993), Loughran e Ritter (1995) e Ritter e Welch (2002), que argumentam que as empresas preferem abrir seu capital em tempos de mercado aquecido, já que isso pode aumentar seu valor. As duas questões pertinentes perguntaram se a fase aquecida do mercado no momento do IPO beneficiou a empresa e se há maior probabilidade de empresas com alta relação entre o valor de mercado e o valor contábil abrirem seu capital.

Entre os respondentes, 62.4% concordaram que a fase aquecida do mercado no momento do IPO foi um benefício, de acordo com a teoria de Choe, Masulis, e Nanda (1993). No total, 43,8% dos respondentes concordaram que há maior probabilidade de as empresas com alta relação entre o valor de mercado e o valor contábil lançarem um IPO, apoiando Brau, Ryan, e DeGraw (2006). Assim, as respostas sugerem suporte à teoria, da mesma forma que se pode dizer que a maioria dos respondentes concordaram que um mercado aquecido e uma alta relação entre o valor de mercado e o valor contábil ofereceram maiores benefícios no momento do IPO, consistente com a teoria de *market timing*.

**Tabela 11** Respostas dos Executivos Financeiros e Teorias de IPOs (Painel J)

	Brasil Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão	EUA Concorda 4-5	Média	Desvio Padrão
<i>Painel J: Teorias de Market Timing</i>						
Um benefício do IPO foi que o mercado estava forte no momento do IPO.	62.4%	3,74	1,23	59.2%	3,44	1,29
Sim, não, ou não sei	Sim	-	-	Sim	-	-
Há maior probabilidade de empresas com relações mais altas entre o valor de mercado e o valor contábil abrirem seu capital.	43.8%	-	-	49.2%	-	-

Como o questionário apresentou perguntas sobre grupos semelhantes de teorias, mas de diferentes pontos de vista, foi aplicado um teste Spearman de correlação para medir a consistência das respostas. Os resultados mostram que os respondentes perceberam o IPO como fonte adicional de financiamento para o curto e longo prazos ( $\rho = 0,424$ ,  $p < 0,017$ ), mas essa relação indica que pode haver diferenças entre os objetivos das empresas no horizonte desse financiamento, já que o valor de  $\rho$  é relativamente baixo para explicar a variância entre os períodos, apesar da significância estatística.

No que diz respeito à estrutura de capital, os respondentes não demonstraram suporte consistente com a teoria de *pecking order*, quando perguntados sobre a redução no endividamento ( $\rho = 0,357$ ,  $p < 0,049$ ) e no endividamento bancário ( $\rho = 0,291$ ,  $p < 0,119$ ) como resultado do IPO. Este resultado indica que os respondentes perceberam a redução no custo de capital como um dos benefícios do IPO, mas isso não necessariamente significa que usariam a renda para reduzir o endividamento da empresa; um dos objetivos pode exatamente ter sido o aumento do endividamento com menor custo de capital após o IPO. Como a perspectiva varia de empresa a empresa, não há como determinar que a percepção de um custo de capital inferior é diretamente relacionada à redução no endividamento da empresa.

Quanto à percepção de maior liquidez empresarial e melhor mercado secundário, o coeficiente de correlação de Spearman mostra valores significativos ( $\rho = 0,585$ ,  $p < 0,001$ ), indicando a consistência das respostas com as perspectivas dos respondentes. O coeficiente de Spearman para a melhoria na percepção do mercado sobre as ações da empresa após o IPO com relação à melhoria do mercado secundário após o IPO é menos significativo ( $\rho = 0,378$ ,  $p < 0,039$ ).

Com relação ao prestígio de participar no mercado de ações, os resultados são um pouco melhores ( $\rho = 0,523$ ,  $p < 0,003$ ), e uma correlação mais forte foi encontrada para a maior atenção da mídia, com alto nível de significância ( $\rho = 0,654$ ,  $p < 0,000$ ). Esses resultados indicam a percepção de

que os IPOs dão maior visibilidade às empresas, melhorando seu mercado secundário e, portanto, a liquidez. Porém, o grau de explicação da variância nas correlações entre as respostas variou entre 14,28% e 42,77%, o que mostra que pode haver outros fatores percebidos pelos respondentes como explicações dessa variância.

No que diz respeito às percepções do controle da empresa, os resultados mostram que os respondentes não consideraram o IPO como alternativa estratégica à saída dos proprietários originais, devido à correlação muito baixa entre a oportunidade de expulsar os proprietários originais com maiores opções de mudar o controle da empresa, e sem significância estatística ( $\rho = 0,231$ ,  $p < 0,219$ ). O mesmo se aplica à opção de vender parte das ações dos proprietários originais ( $\rho = 0,174$ ,  $p < 0,365$ ) e à oportunidade de diversificar os interesses dos proprietários originais com a possibilidade de vender parte das suas ações ( $\rho = 0,390$ ,  $p < 0,036$ ).

Esses resultados demonstram que as visões dos executivos das empresas brasileiras sobre as oportunidades de mudança no controle da empresa e de diversificação dos interesses dos proprietários originais com o IPO não fazem parte das principais motivações. Isso vai contra as teorias que consideram o IPO como uma oportunidade de mudanças estratégicas dentro de uma empresa e de seus proprietários obterem alguma vantagem no processo.

Resumindo, os executivos financeiros confirmaram a teoria de *market timing*, que um mercado aquecido influencia a decisão de lançar um IPO. Com as correlações encontradas entre as respostas e as teorias, os respondentes apoiam as teorias do ciclo de vida e da estrutura ótima de capital, além das teorias que defendem uma melhoria no mercado secundário após um IPO. As teorias sobre a motivação para lançar um IPO como oportunidade de mudar o controle da empresa não foram confirmadas, com bastante contradição nas respostas. Brau, Ryan, e DeGraw (2006) encontraram resultados semelhantes para a teoria de *market timing* nos Estados Unidos. Os executivos concordaram que um benefício foi o mercado forte no momento da condução do IPO.

## 5 CONCLUSÕES

Este estudo investigou as percepções e motivos dos executivos financeiros nas empresas brasileiras que lançaram IPOs. Com uma amostra de empresas que abriram seu capital entre 2004 e 2008, o estudo relacionou as respostas dos entrevistados como as teorias existentes de IPO e comparou os resultados àqueles obtidos por Brau, Ryan, e DeGraw (2006) no mercado norte-americano. As duas classes de teoria explicadas no presente estudo são as teorias do ciclo de vida e a teoria de *market timing*. Os resultados mostraram que os executivos financeiros apoiaram fortemente as teorias do ciclo de vida e consideraram as características de uma empresa no lançamento de um IPO. A busca da estrutura otimizada de capital também foi confirmada, apoiando a teoria da estrutura ótima de capital.

Além disso, os executivos não viram o IPO como oportunidade de mudar o controle da empresa, percepção essa con-

trária às teorias sobre o tema. A sugestão da teoria não é confirmada pelas respostas dos executivos, já que não planejam emitir novas ações nos próximos dois anos. Além disso, as teorias sobre a percepção de perda de controle como resultado de um IPO e a desvantagem do escrutínio público para a empresa não receberam o suporte dos executivos financeiros brasileiros. Porém, perceberam melhorias no mercado secundário como vantagem do IPO. A questão da melhor percepção do mercado foi especialmente notável.

Sobre a teoria de *market timing*, os executivos a confirmaram, pois o mercado aquecido influenciou a decisão de lançar um IPO. Diante das correlações entre as respostas e teorias, os respondentes apoiaram as teorias do ciclo de vida e da estrutura de capital ótima, além das teorias que defendem a melhoria no mercado secundário após um IPO. As teorias sobre a motivação para conduzir um IPO



como oportunidade de mudar o controle da empresa não foram confirmadas, causando bastante discordância entre os respondentes.

Em resumo, sugere-se mais estudos sobre o tema no Brasil. Investigações com um escopo temporal maior podem ser válidas, além de maiores amostras de empresas, já que o

volume de IPOs está voltando a crescer no Brasil. Também se pode explorar a possível influência das principais instituições financeiras no resultado do IPO, e pode haver diferenças entre as empresas de consultoria contratadas, por exemplo. Além disso, estudos feitos em outros países continuam como oportunidades de pesquisa no mercado brasileiro.

## Referências

- Ang, J. S., & Brau, J. C. (2003). Concealing and confounding adverse signals: insider wealth-maximizing behavior in the IPO process. *Journal of Financial Economics*, 67, 149-172.
- Assaf Neto, A. (2000). *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas.
- Benetti, C., Decourt, R. F., & Terra, P. R. S. (2007). *The practice of corporate finance in an emerging market: preliminary evidence from the Brazilian survey*. Working Paper, School of Management of Federal University of Rio Grande do Sul. ENANPAD, Rio Grande do Sul, 2007.
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47, 243-277.
- Booth, J. R., & Chua, L. (1996). Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41, 291-310.
- Bradley, D., Jordan, B., & Ritter, J. R. (2003). The quiet period goes out with a bang. *Journal of Finance*, 58, 1-36.
- Brau, J., & Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: an analysis of theory and practice. *Journal of Finance*, 61 (1).
- Brau, J., Francis, B., & Kohers, N. (2003). The choice of IPO versus takeover: empirical evidence. *Journal of Business*, 76, 583-612.
- Brau, J. C., Ryan, P. A., & Degraw, I. (2006). Initial public offerings: CFO perceptions. *Financial Review*, 41, 483-511.
- Brennan, M. J., & Franks, J. (1997). Underpricing ownership and control in initial public offerings of equity securities in the U.K. *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.
- Casagrande Neto, H., Souza, L. A., & Rossi, M. C. (2000). *Abertura do capital de empresas no Brasil. Um enfoque prático*. São Paulo: Atlas.
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999). A theory of the going-public decision. *Review of Financial Studies*, 12, 249-279.
- Choe, H., Masulis, R. W., & Nanda, V. (1993). Common stock offerings across the business cycle: theory and evidence. *Journal of Empirical Finance*, 1, 3-31.
- Dhillon, U., Raman, K., & Ramirez, G. G. (1999). *Does it matter who sells at the offering: IPO price and secondary share sales?* Working Paper, University of Binghamton.
- Harjoto, M., & Garen, J. (2003). Why do IPO firms conduct primary seasoned equity offerings. *The Financial Review*, 38 (1), 103-125.
- Leitão, C. A. de O. (1991). A abertura de capital: empresas de capital aberto e empresas fechadas. *Revista de Administração*, 26 (4), 24-33.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50, 23-51.
- Lucas, D. J., & McDonald, R. L. (1990). Equity issues and stock price dynamics. *Journal of Finance*, 45, 1020-1043.
- Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 14, 459-494.
- Mello, A. S., & Parsons, J. E. (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*, 49 (1), p. 70-109.
- Mello, A. S., & Parsons, J. E. (2000). Hedging and liquidity. *Review of Financial Studies*, 13, 127-153.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- Pagano, M. (1993). The flotation of companies on the stock market: a coordination failure model. *European Economic Review*, 37, 101-1125.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57, 1795-1828.
- Roesch, S. M. A. (2007). *Projetos de estágio e de pesquisa em administração*. São Paulo: Atlas.
- Scott, J. H. (1976). A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics*, 7, 33-54.
- Valor Online. (2007). Recuperado em 12 março, 2011, de <http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2007/12/17/ult1913u80752.jhtm>.
- Zanini, F. A. M., & Zani, J. (2009). *Curso básico de finanças: preparatório para a certificação CPA-10 ANBID*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies*, 60, 425-448.

## APÊNDICE

Resumo das conclusões do estudo em comparação com as teorias, e comparado com um estudo de Brau, Ryan, e Degraw (2006).

Teoria ou Conceito	Evidências da Survey (Suporte Forte, Suporte Moderado, Suporte Fraco)
<b>Teoria Geral do Ciclo de Vida (Pagano, 1993, Ritter &amp; Welch, 2002)</b>	
Um benefício do IPO é que permitiu para a empresa captar recursos adicionais para fins de crescimento imediato.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Forte: a maioria dos executivos financeiros concordou que um benefício do IPO foi captar recursos para crescimento no curto prazo (75%).</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Forte: 82.6% dos executivos financeiros concordaram com essa teoria.</p>
Um benefício do IPO é que deixou a empresa ganhar fundos adicionais para fins de crescimento de longo prazo.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Forte: houve forte concordância com essa pergunta: 71.8% dos executivos financeiros concordaram que o IPO permitiu a captação de recursos para crescimento no longo prazo.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Forte: houve forte concordância com essa pergunta: 86.8% dos executivos financeiros concordaram com essa teoria.</p>



<b>Estrutura de Capital/Custo de Capital (Modigliani &amp; Miller, 1963, Scott, 1976)</b>	
Um benefício do IPO foi que diminuiu o custo de capital total.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Moderado: houve concordância moderada com essa pergunta: 59.4% dos executivos financeiros concordaram que um benefício do IPO foi que ele reduziu o custo de capital da empresa.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: houve concordância fraca com essa pergunta: somente 38.2% dos executivos financeiros concordaram.</p>
<b>Teoria Pecking Order (Myers, 1984, Myers &amp; Majluf, 1984)</b>	
Um benefício do IPO é que permitiu para a empresa a redução da sua dívida.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: somente 31.3% dos executivos financeiros concordaram que um dos benefícios do IPO foi a redução do endividamento.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: quase 45% dos executivos financeiros concordaram com essa questão.</p>
Um benefício do IPO foi que reduziu os empréstimos bancários.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: somente 18.8% dos respondentes concordaram que o IPO permitiu a redução dos empréstimos bancários.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: somente 37.4% dos executivos financeiros concordaram com essa pergunta.</p>
<b>Aumentar as opções para mudar o controle da empresa (Zingales, 1995, Mello &amp; Parsons, 2000)</b>	
Um benefício do IPO foi que permitiu para a empresa aumentar as opções para mudar o controle.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: 18.7% dos respondentes concordaram que o IPO permitiu à empresa aumentar as opções para mudar o controle.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: somente 22.2% dos executivos financeiros concordaram que o IPO deixou a empresa aumentar as opções para mudar o controle da empresa.</p>
<b>Dispersão ótima (Pagano, 1993, Zingales, 1995, Mello &amp; Parsons, 1998, Chemmanur &amp; Fulghieri, 1999, Ang &amp; Brau, 2003)</b>	
Um benefício do IPO foi que permitiu aos proprietários originais diversificarem seus interesses.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: 37.5% dos executivos financeiros concordaram que o IPO permitiu aos proprietários originais diversificarem seus interesses.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: 46% dos respondentes financeiros concordaram que o IPO permitiu aos proprietários originais diversificarem seus interesses.</p>
Um benefício do IPO foi que permitiu a venda de uma parte das ações dos proprietários.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: 37.6% dos respondentes concordaram que o IPO permitiu a venda de parte das ações dos proprietários.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: 30.2% dos respondentes concordaram que o IPO permitiu a venda de parte das ações dos proprietários.</p>
Um benefício do IPO foi que aumentou a liquidez.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: 37.5% dos executivos financeiros concordaram que o IPO aumentou a liquidez.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Forte: 82.5% dos respondentes concordaram que o IPO aumentou a liquidez.</p>
Um benefício do IPO foi que melhorou o mercado secundário.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: 28.1% dos respondentes concordaram que o IPO melhorou o mercado secundário.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: 40.3% dos executivos financeiros concordaram que o IPO melhorou o mercado secundário.</p>
<b>Reduzir o controle (Booth &amp; Chua, 1996, Brennan &amp; Franks, 1997, Chemmanur &amp; Fulghieri, 1999, Brau, Francis, &amp; Kohers, 2003)</b>	
Uma desvantagem do IPO foi que reduziu o controle.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: 15.6% dos executivos financeiros concordaram que uma desvantagem do IPO foi a redução do controle.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: 38.2% dos respondentes concordaram que uma desvantagem do IPO foi a redução de controle.</p>

Um benefício do IPO foi que aumentou a aliança entre os acionistas e a administração.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Moderado: 50% dos executivos financeiros concordaram que o IPO aumentou a aliança entre os acionistas e a administração.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: 23.3% dos respondentes concordaram que o IPO aumentou a aliança entre os acionistas e a administração.</p>
<b>Mudança de controle (Dhillon, Raman, &amp; Ramirez, 1999, Zingales, 1995, Mello &amp; Parsons, 2000, Ang &amp; Brau, 2003, Black &amp; Gilson, 1998)</b>	
Um benefício do IPO foi que permitiu a saída do proprietário original.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: 21.9% dos respondentes concordaram que o IPO permitiu a saída do proprietário original.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: somente 3.8% dos respondentes concordaram que o IPO permitiu a saída do proprietário original.</p>
<b>Maior Prestígio (Maksimovic &amp; Pichler, 2001, e Ritter &amp; Welch, 2002)</b>	
Um benefício do IPO foi que melhorou a percepção das ações no mercado.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Moderado: 59.4% dos respondentes concordaram que o IPO melhorou a percepção das ações no mercado.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Moderado: 48.7% dos executivos financeiros concordaram com essa pergunta.</p>
Um benefício do IPO foi o prestígio de estar na bolsa de valores.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Moderado: quase 47% dos respondentes concordaram que um benefício do IPO foi o prestígio de participar da bolsa de valores.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: 40% dos respondentes concordaram com essa questão.</p>
Um benefício do IPO foi que incrementou a atenção da mídia.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Moderado: 53.1% respondentes concordaram que um benefício do IPO foi que aumentou a atenção da mídia sobre a empresa.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Fraco: 28.5% dos respondentes concordaram com essa questão.</p>
<b>Desvantagens do IPO – escrutínio público (Bradley, Jordan, &amp; Ritter, 2003)</b>	
Uma desvantagem do IPO foi que abriu nossa empresa ao escrutínio público.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Fraco: somente 25% dos executivos financeiros concordaram que uma desvantagem do IPO foi a abertura da empresa ao escrutínio público.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Forte: quase 69% dos respondentes concordaram com essa questão.</p>
<b>Teorias de Market Timing (Lucas &amp; McDonald, 1990, Choe, Masulis, &amp; Nanda, 1993, Loughran &amp; Ritter, 1995, Ritter &amp; Welch, 2002)</b>	
Um benefício do IPO foi que o mercado estava forte no momento do IPO.	<p><b>Brasil:</b> Suporte Moderado: 62.4% dos respondentes concordaram que um benefício do IPO foi que o mercado estava forte no momento do IPO.</p> <p><b>Estados Unidos:</b> Suporte Moderado: 59.2% dos respondentes concordaram que um benefício do IPO foi o mercado estar forte no momento da abertura de capital.</p>