

Destinação dos Recursos Captados na Bovespa nos anos de 2000 a 2005

Influências da situação organizacional e macroeconômica na destinação dos recursos

Pergunta Problema

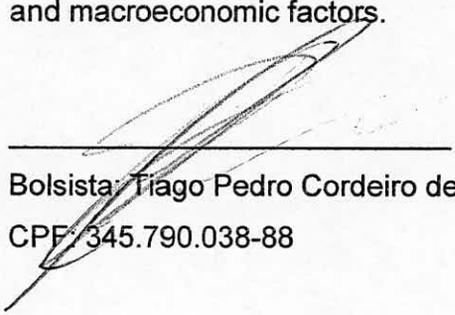
Considerando os processos de abertura de capital (IPO) e de emissão secundária de ações (subsequent offers), influenciados pela situação da organização e do ambiente macroeconômico do qual a empresa participa, qual é o destino dos recursos captados pelas empresas na bovespa no período de 2000 a 2005?

Resumo

O objetivo desse estudo é verificar o destino dos recursos das empresas que fizeram captação de recursos através de ações na BOVESPA nos anos de 2000 a 2005. Assim como verificar a influência da situação organizacional e do ambiente macroeconômico, anteriores à própria captação dos recursos, na decisão de destino dos recursos.

Palavras-chave: Oferta primária de ações, oferta primária de novas ações, destino dos recursos, situação organizacional, fatores macroeconômicos.

Key words: Initial public offer (IPO), subsequent offer, destiny of resources, organization situation, and macroeconomic factors.



Bolsista: Tiago Pedro Cordeiro de Andrade

CPF: 345.790.038-88

Orientador: Prof. William Eid Junior

Professor Titular

Departamento de Contabilidade, Finanças e Controle (CFC).

Coordenador do GV CEF

Centro de Estudos em Finanças

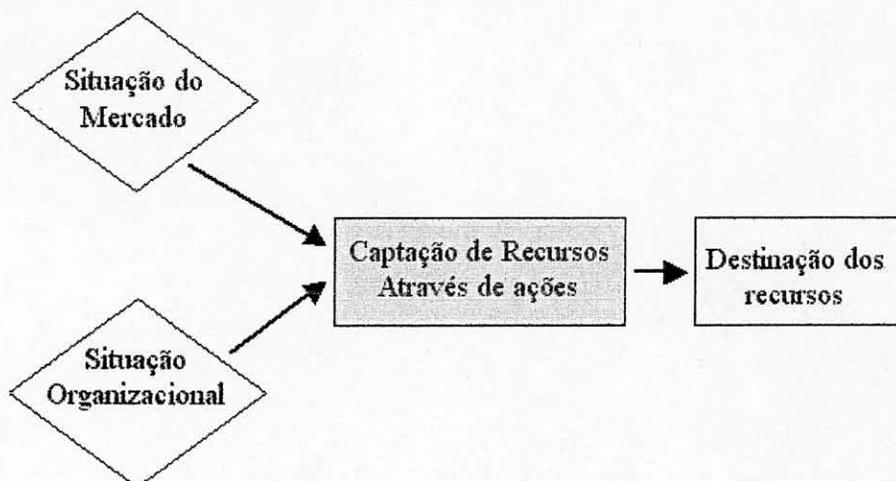
FGV/EAESP

Índice

Introdução	3
Agradecimentos	4
Revisão Bibliográfica	5
Conceitos e Definições	8
Oferta Inicial de Ações (Initial Public Offer)	8
Etapas relacionadas com o processo de abertura de capital:	8
Oferta primária de ações	9
Metodologia.....	10
Dados Empíricos	11
BOVESPA – Ibovespa	11
IBGE – PIB	12
IBGE – IPCA	13
BCB – Taxa Selic	14
CVM, Economática e Bovespa	15
Padronização dos destinos dos recursos:	15
Dados Organizacionais	16
Análise dos resultados	17
Anexo I – Informações sobre dados organizacionais	22
Anexo II – Informações adicionais sobre abertura de capital	23
Custos da Abertura do Capital	23
Seleção Adversa	23
Taxas e custos administrativos.....	23
Abertura de informações confidenciais	23
Benefícios da Abertura do Capital	24
Superar restrições relacionadas a empréstimos.....	24
Maior poder de barganha com os bancos	24
Liquidez e diversificação do portfólio	24
Monitoramento.....	25
Reconhecimento do investidor.....	25
Mudança no Controle da empresa.....	25
Janela de Oportunidade.....	25
Anexo III – Tabelas completas da análise do SPSS.....	26
Referências Bibliográficas	30

Introdução

Este estudo tem como objetivo identificar fatores internos e fatores externos às companhias, que captaram recursos na BOVESPA no período de 2000 a 2005, que estejam correlacionados com a destinação dos recursos.



A metodologia para a identificação dessa correlação é bastante simples. Partimos da identificação de índices macroeconômicos e índices que identificam a situação organizacional (índices financeiros e de mercado) e analisamos sua correlação com o destino dos recursos que também serão identificados através dos prospectos de captação de recursos emitidos pela empresas. Assim, poderemos identificar qual a situação organizacional e qual a situação macroeconômica que estimulam cada tipo de destinação dos recursos.

Quanto à base teórica, foram realizadas pesquisas nos estudos que já foram publicados sobre a abertura de capital, não foram encontradas teorias sobre a destinação dos recursos das empresas, nem teorias sobre a emissão de novas ações por empresas que já tenham o capital aberto.

Além disso, para levantar os dados empíricos, foram realizadas pesquisas nos bancos de dados relacionados a indicadores macroeconômicos, ao mercado financeiro e ao órgão que regula a abertura de capital. A base de dados montada através dessas pesquisas será utilizada para um estudo estatístico através de uma análise discriminante múltipla, utilizando como ferramenta o software SPSS.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer à FGV-EAESP pela oportunidade de realização desta pesquisa. Ao núcleo do GVpesquisa e aos professores do ciclo de palestras de Metodologia Científica por esta oportunidade de aprendizado. Além disso, gostaria de agradecer ao CNPq, por todo o suporte, inclusive o suporte financeiro concedido.

Agradeço também ao Prof. William Eid Junior, do departamento CFC (Contabilidade, Finanças e Controle) da EAESP por toda orientação e apoio ao longo do desenvolvimento deste trabalho.

Especialmente, gostaria de agradecer à minha família, amigos e minha namorada, Bruna Trevisan, por compreenderem os momentos que passei bastante ocupado e não pude lhes dar tanta atenção quanto mereciam.

Finalmente, gostaria de agradecer a todos que, de certa forma, contribuíram para que o projeto chegasse a seu fim e que não foram citados diretamente acima.

Revisão Bibliográfica

A decisão da destinação dos recursos captados foi, até hoje, muito pouco estudada. No entanto, é importante para os empresários e também para investidores saber qual é o momento ideal (tanto interno quanto externo às empresas) para captar recursos com determinada destinação. Os empresários, ao saberem o momento ideal poderão maximizar sua captação levantando um volume maior de recursos. Os investidores poderão avaliar as características da empresa e de sua destinação dos recursos para saber se seu investimento será utilizado em projetos que gerarão valor aos acionistas.

Segundo a teoria da sinalização Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), empresas com perspectivas extremamente boas preferem financiar-se com dívida, enquanto as empresas com perspectivas pobres gostam de financiar-se com ações. Ou seja, a emissão de ações pode ser um sinal negativo para os investidores. Assim, para tentar evitar esse sinal negativo, os empresários deveriam emitir ações apenas no “momento ideal”. Ou seja, quando o destino que eles pretendem dar aos recursos está correlacionado com uma situação macroeconômica e organizacional ótima.

Anteriormente à decisão de destino dos recursos, a empresa deve decidir se esses recursos devem ser captados através de ações ou se deveriam ser captados através de dívidas. Assim, é importante conhecer quais os motivos que levam à abertura do capital ou expansão do número de ações já existentes. Muitos autores já estudaram os custos e benefícios dessa forma de captação de recursos, assim como o “quando” essa captação deve ser feita.

Apesar de ser considerada como uma etapa no processo de crescimento da empresa, a abertura de capital tem seus fatores positivos e negativos que devem ser analisados (Zingales, 1995). Os custos de um IPO são altos (custos de registro e emissão de ações, além do custo de desvalorização e de divulgação dos resultados da operação) e há a possibilidade de problemas de agência argumenta Pagano (1993). Já HOLMSTROM e TIROLE (1993) enfatizam os benefícios dessa abertura como diversificação; possibilidade de financiamento do patrimônio líquido, quando comparado com a riqueza limitada do empreendedor; custo baixo de acesso ao mercado de capitais; aumento da liquidez da empresa e uma monitoria externa dos resultados da empresa.

As empresas tendem a abrir seu capital quando estão lançando novos produtos, quando os mercados de ações se tornam mais líquidos e as informações oferecidas por eles se tornam mais precisas (SUBRAHMANYAM e TITMAN, 1999). Assim, empresas que estejam implantando novos projetos tendem a captar recursos através de ações, principalmente quando existe liquidez neste mercado. O que está de acordo com BOOT, GOPALAN, e THAKOR (2006). Segundo eles, a

escolha do empreendedor entre permanecer privado ou abrir seu capital é um tradeoff entre o desejo do empreendedor por autonomia, o alto custo de capital associado a essa autonomia administrativa e o desejo do empreendedor por liquidez.

Já Fischer (2000), em sua pesquisa, encontrou que os fatores que tendem a fazer com que empresas privadas abram seu capital são os altos gastos para aquisição e restauração de ativos fixos (capital expenditures), os altos gastos com ativos intangíveis e o crescimento nas vendas. Este último resultado é parecido com o encontrado por BOEHMER e LJUNDQVIST (2004), que estudaram uma amostra de empresas alemãs que anunciaram intenção de abrir seu capital entre 1984 e 1995. Segundo eles, o que aumenta a probabilidade de IPOs são os aumentos em lucratividade, vendas, receitas, ou retornos sobre as ações do mercado aberto.

Finalmente, para PAGANO, PANETTA, e ZINGALES (1998) o principal fator que afeta a probabilidade de IPO é a razão entre valor de mercado e valor de livro. (“... essencialmente, essa razão relaciona o valor que os investidores dão à empresa e o que a contabilidade da empresa diz que a empresa vale...” (Dictionary.com, visitado em 08/11/2005)). O segundo fator mais determinante é o tamanho da empresa. Quanto maior a empresa, maior a tendência de ela abrir seu capital.

PAGANO, PANETTA, e ZINGALES (1998) desenvolveram uma lista dos custos e benefícios da abertura de capital, obtidos através de pesquisas aos autores anteriormente citados, assim como sua influência na probabilidade de um IPO e quais as conseqüências após a abertura do capital. Para uma visão detalhada de todos os custos e benefícios da abertura de capital ver Anexo II.

Dentro dos custos para a abertura do capital, esses autores encontraram a seleção adversa (situação em que existem diferenças de informação entre o mercado e os administradores da empresa); as taxas e custos administrativos (custos fixos relacionados à abertura do capital, como auditoria externa, por exemplo) e a abertura de informações confidenciais ao mercado.

Entre os benefícios encontrados por estes autores está o maior poder de barganha em relação aos bancos (na obtenção de financiamentos com taxas de juros mais baixas) e, conseqüentemente, a possibilidade de superar restrições relacionadas a empréstimos, pois as empresas de capital aberto têm maior acesso ao mercado de capitais para levantar recursos; a maior liquidez da empresa (aumenta o volume de negociações de suas ações) e a maior diversificação de seus acionistas (os donos das empresas podem utilizar o dinheiro liberado com o IPO para investir em outras empresas); o maior monitoramento exercido pelo mercado que passa a ser um instrumento de disciplina para os administradores; a empresa passa a ser mais conhecida dos investidores e dos clientes; a mudança nas participações dos controladores pode

fazer parte de uma estratégia deles para maximizar o valor de suas ações, visando uma posterior venda do controle da empresa; as emissões, quando feitas em janelas de oportunidades criadas por ações de empresas do mesmo setor, podem gerar uma maior valorização da empresa.

Conceitos e Definições

Oferta Inicial de Ações (Initial Public Offer)

A legislação define como companhia aberta aquela que pode ter os seus valores mobiliários, tais como ações, debêntures e notas promissórias, negociados de forma pública. Por exemplo, na Bolsa de Valores. Em outras palavras, somente empresas que abriam o capital podem ter os seus valores mobiliários negociados publicamente.

O primeiro procedimento formal para a empresa abrir o capital é entrar com um pedido de registro de companhia aberta na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é o órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro. É comum que, junto com esse pedido, as empresas também solicitem à CVM a autorização para realizar uma venda de ações ao público, tecnicamente conhecida como distribuição pública de ações. Por ser a primeira colocação pública de títulos da companhia, é chamada de Oferta Pública Inicial, em português, ou IPO (sigla em inglês para Initial Public Offering). (BOVESPA, 2004).

Etapas relacionadas com o processo de abertura de capital:

As empresas passam um período de estudos antes de efetivamente buscarem a abertura de capital. Quando se decidem por essa forma de captação de recursos, o processo tem as fases seguintes, segundo TAMURA e EID (2005):

1. Análise Preliminar;
2. Contratação de Auditoria Externa Independente;
3. Contratação de Intermediário Financeiro;
4. Adaptação dos Estatutos;
5. Contrato de Coordenação e Distribuição;
6. AGE (Assembléia Geral Extra-ordinária) deliberativa da operação, e a eventual aprovação;
7. Nomeação de um Diretor de Relações com Investidores;
8. Criação de uma área de atendimento aos acionistas / debenturistas;
9. Processos de obtenção dos registros na CVM (registro da emissão e registro da companhia);
10. Processo de registro da empresa em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão Organizado;
11. Anúncio de Início de Distribuição Pública; e
12. Anúncio de encerramento de distribuição pública

Certamente existirá um período de cumprimento de deveres burocráticos entre a decisão da abertura do capital e a efetiva abertura, além do período de análise por parte da empresa da viabilidade de captação de recursos através de ações. Neste estudo, será considerado um período de um ano entre a análise da abertura de capital e a efetiva abertura. Assim, os dados macroeconômicos e organizacionais serão datados de um ano anterior à real captação de recursos através de ações.

Oferta primária de ações

O Mercado Primário compreende o lançamento de novas ações no mercado, com aporte de recursos à companhia. Uma vez ocorrendo o lançamento inicial ao mercado, as ações passam a ser negociadas no Mercado Secundário, que compreende mercados de balcão, organizados ou não, e bolsas de valores. (CVM – Comissão de Valores Mobiliários).

Metodologia

Partindo do objetivo, relacionar a situação macroeconômica e organizacional com o destino dos recursos captados na BOVESPA através de ações no período de 2000 a 2005, a metodologia escolhida foi a Análise Discriminante Múltipla. Esta é utilizada em situações em que a variável dependente é categórica, não-métrica.

Deve-se lembrar que esta análise, como já citado anteriormente, é composta de dados obtidos um ano antes da efetiva captação de recursos. Ou seja, existe um intervalo entre a decisão de abrir o capital e a abertura efetiva.

HAIR, 1998, indica que o objetivo inicial da análise discriminante é estimar a relação entre uma variável categórica dependente e variáveis métricas independentes da seguinte forma:

$$\begin{array}{ccc} Y_1 & = & X_1 + X_2 + X_3 + X_4 + \dots + X_n \\ \text{(categórica)} & & \text{(métricas)} \end{array}$$

Ademais, HAIR argumenta que a análise discriminante envolve encontrar uma combinação linear entre as variáveis independentes que irá discriminar melhor entre os grupos pré-definidos da variável categórica. Essa combinação linear é conseguida através do estabelecimento de pesos para cada variável de forma a maximizar a variância entre os grupos. Chega-se assim à função discriminante padronizada:

$$Z_{jk} = W_1X_{1k} + W_2X_{2k} + \dots + W_nX_{nk}$$

Onde:

Z_{jk} = Valor da função discriminante "j" para o grupo "k"

W_i = Peso discriminante para a variável independente "i"

X_{ik} = Variável independente "i" para o grupo "k"

Assim, ao final deste estudo, pretende-se encontrar funções discriminantes que diferenciem os destinos dos recursos de acordo com a situação macroeconômica e organizacional. O objetivo é embasar a argumentação de que existe um momento ideal para cada tipo de captação de recursos e de que este momento pode ser explicado pelas variáveis econômicas e organizacionais.

Dados Empíricos

Os dados utilizados na pesquisa foram coletados das seguintes fontes:

- BOVESPA - www.bovespa.com.br
- IBGE - <http://www.ibge.com.br/>
- BCB - <http://www.bcb.gov.br/>
- CVM - www.cvm.gov.br
- Economática - Banco de dados de informações de empresas

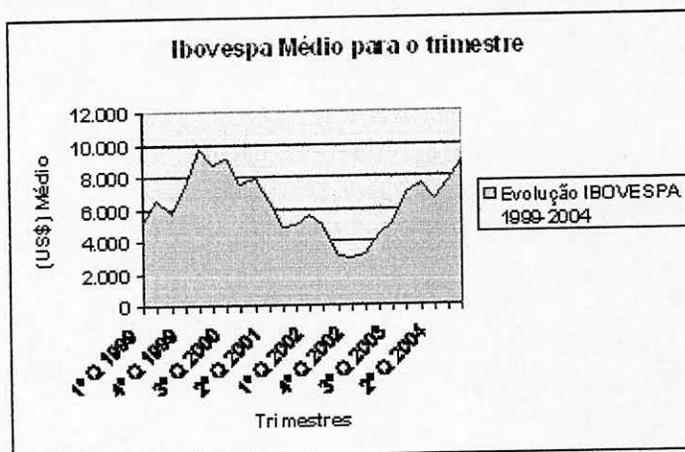
BOVESPA – Ibovespa

Tabela I

Trimestre	Ibovespa (US\$)
Médio para o trimestre	
1º Q 1999	5.245
2º Q 1999	6.624
3º Q 1999	5.756
4º Q 1999	7.451
1º Q 2000	9.754
2º Q 2000	8.740
3º Q 2000	9.133
4º Q 2000	7.501
1º Q 2001	7.964
2º Q 2001	6.436
3º Q 2001	4.891
4º Q 2001	4.993
1º Q 2002	5.599
2º Q 2002	4.976
3º Q 2002	3.082
4º Q 2002	2.906
1º Q 2003	3.105
2º Q 2003	4.355
3º Q 2003	5.081
4º Q 2003	6.969
1º Q 2004	7.547
2º Q 2004	6.603
3º Q 2004	7.663
4º Q 2004	8.912

Atualmente, a BOVESPA é considerado o maior centro de negociação com ações da América Latina e a única bolsa de valores do Brasil. O Índice Bovespa é um indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA. Sua finalidade básica é servir como indicador médio do comportamento do mercado. (BOVESPA)

Assim, devido a sua importância, o Ibovespa será utilizado nesta pesquisa como um dos fatores macroeconômicos a serem avaliados. Na Tabela I, ao lado, estão os valores trimestrais de fechamento do Ibovespa de 1999 a 2004. Como já foi dito anteriormente, os dados macroeconômicos serão datados de um ano anterior à real captação de recursos através de ações.



Fonte: Bovespa

IBGE – PIB

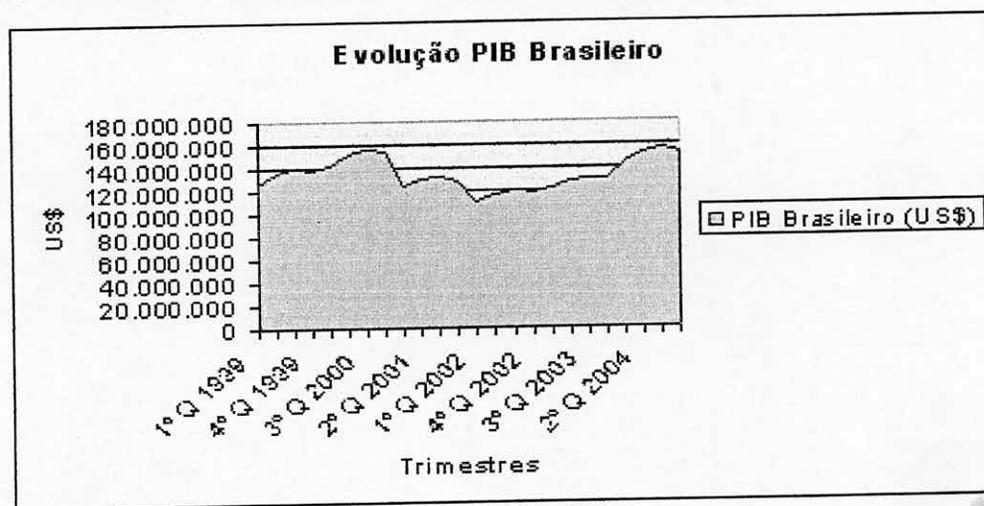
Tabela II

Trimestre	PIB Brasileiro (US\$)
1º Q 1999	125.817.000
2º Q 1999	134.948.000
3º Q 1999	138.833.000
4º Q 1999	136.955.000
1º Q 2000	142.275.000
2º Q 2000	151.195.000
3º Q 2000	155.541.000
4º Q 2000	153.195.000
1º Q 2001	123.831.000
2º Q 2001	128.841.000
3º Q 2001	130.412.000
4º Q 2001	126.712.000
1º Q 2002	108.909.000
2º Q 2002	115.234.000
3º Q 2002	118.540.000
4º Q 2002	116.698.000
1º Q 2003	121.278.000
2º Q 2003	126.472.000
3º Q 2003	129.817.000
4º Q 2003	129.216.000
1º Q 2004	142.587.000
2º Q 2004	151.034.000
3º Q 2004	155.746.000
4º Q 2004	152.186.000

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística é o órgão responsável pelo levantamento de diversas estatísticas oficiais. Entre elas, duas que serão utilizadas como indicadores macroeconômicos por esta pesquisa. O PIB – Produto Interno Bruto e o IPCA – Índice de preços ao consumidor ampliado.

Principal indicador da atividade econômica, o **PIB - Produto Interno Bruto** - exprime o valor da produção realizada dentro das fronteiras geográficas de um país, num determinado período, independentemente da nacionalidade das unidades produtoras. Em outras palavras, o **PIB** sintetiza o resultado final da atividade produtiva, expressando monetariamente a produção, sem duplicações, de todos os produtores residentes nos limites da nação avaliada. A soma dos valores é feita com base nos preços finais de mercado. A produção da economia informal não é computada no cálculo do **PIB** nacional. (IPIB – Internet Produto Interno Bruto).

Na **Tabela II**, ao lado, estão os valores trimestrais de PIB brasileiro de 1999 a 2004, serão utilizados valores em dólares.



Fonte: IBGE

IBGE – IPCA

Tabela III

IPCA Dessazonalizado

Variação (%)

Meses

1º Q 1999 5,43

2º Q 1999 5,5

3º Q 1999 5,98

4º Q 1999 7,55

1º Q 2000 4,15

2º Q 2000 2,13

3º Q 2000 8,79

4º Q 2000 3,63

1º Q 2001 4,1

2º Q 2001 4,32

3º Q 2001 7,62

4º Q 2001 5,88

1º Q 2002 4,68

2º Q 2002 4,84

3º Q 2002 7,02

4º Q 2002 14,38

1º Q 2003 18,68

2º Q 2003 8,1

3º Q 2003 2,7

4º Q 2003 3,87

1º Q 2004 5,17

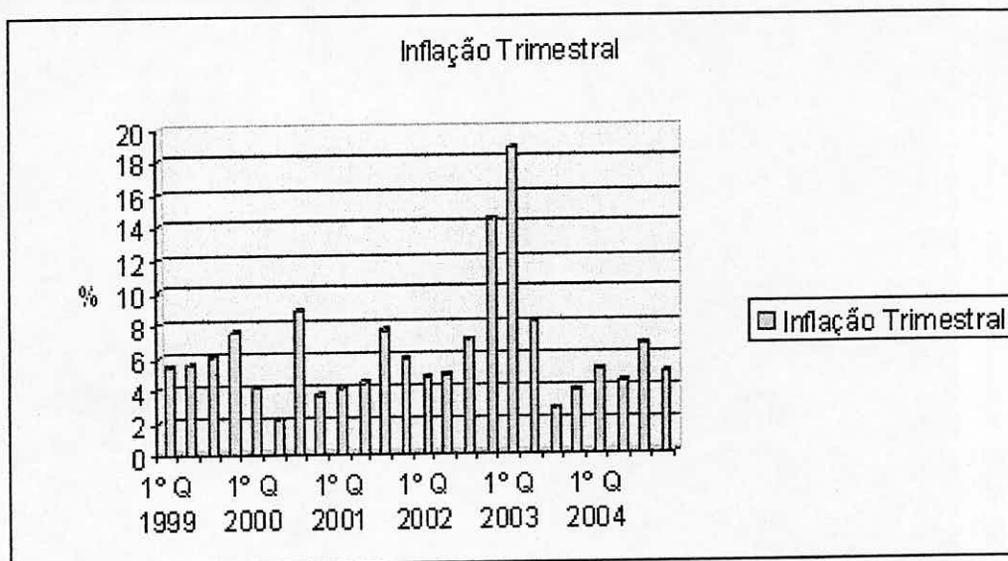
2º Q 2004 4,33

3º Q 2004 6,65

4º Q 2004 4,92

O IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Ampliado), calculado pelo IBGE é uma metodologia de cálculo da inflação. É o índice utilizado pelo Banco Central do Brasil para o acompanhamento dos objetivos estabelecidos no sistema de metas de inflação e por isso será utilizado como um fator macroeconômico nesta pesquisa.

Na Tabela III, ao lado, estão os valores mensais do IPCA de 1999 a 2004, serão utilizados valores em dólares.



Fonte: IBGE

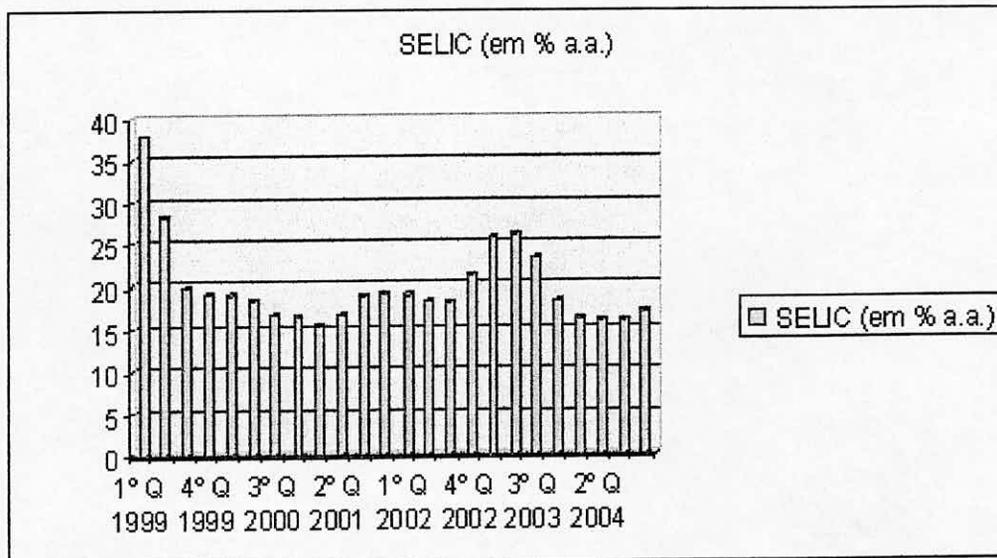
BCB – Taxa Selic

Tabela IV

SELIC (em % a.a.)
1° Q 199937,8
2° Q 199928,41
3° Q 199919,88
4° Q 199918,95
1° Q 200018,89
2° Q 200018,39
3° Q 200016,64
4° Q 200016,43
1° Q 200115,36
2° Q 200116,58
3° Q 200118,88
4° Q 200119,05
1° Q 200218,91
2° Q 200218,28
3° Q 200217,97
4° Q 200221,29
1° Q 200325,69
2° Q 200326,24
3° Q 200323,29
4° Q 200318,25
1° Q 200416,27
2° Q 200415,84
3° Q 200415,91
4° Q 200416,96

A taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) é a taxa de juros básica da economia brasileira. Ela é estabelecida pelo Banco Central e é uma das formas de atuação do governo na política monetária.

Na **Tabela IV**, ao lado, estão os valores trimestrais (em % anual) da taxa SELIC brasileira de 1999 a 2004.



Fonte: BCB

CVM, Economática e Bovespa

Os dados organizacionais dessa pesquisa foram obtidos nos websites da CVM, da Bovespa e no banco de dados Economática e formaram a **Tabela V e VI** abaixo.

Os dados de empresas que abriram seu capital foram obtidos através de outros participantes do mercado que já possuíam o capital aberto. Os dados das empresas que estavam emitindo novas ações primárias, ou seja, que já tinham o capital aberto anteriormente, foram obtidos através das ações dessas próprias empresas.

As informações sobre o destino dos recursos das empresas foram obtidas através dos prospectos de oferta pública de ações e foram encontrados no website da BOVESPA. Apenas os objetivos principais foram considerados para esta análise.

Padronização dos destinos dos recursos:

Foi criada uma padronização dos destinos dos recursos para facilitar a análise. Cada um dos padrões criados representa um número que será utilizado na análise através do software SPSS. A padronização e os segmentos que cada um dos padrões representa são os seguintes:

- Substituição de fontes de financiamento (1): Redução das dívidas, pagamento de dívidas anteriores;
- Expansão de projetos já existentes (2): Investimentos em ativos e atividades operacionais, melhorias, reformulações, revitalizações, CAPEX;
- Aumento da liquidez da empresa (3): Capital de giro
- Reestruturação societária (4): Projetos de reestruturação societária;
- Implantação de novos projetos na empresa (5): Investimentos em projetos ainda não explorados pela empresa, investimentos em subsidiárias;

Tabela V

Empresa	Varíavel Y	Data de Emissão	Destino dos Recursos	Padrão
Rossi Residencial S/A		27/2/2003	Substituição de Fontes de Financiamento	1.00
Gol - Linhas Aéreas Inteligentes S/A		24/6/2004	Expansão de projetos já existentes	2.00
Brazilian S/A		23/9/2004	Aumento da Liquidez da Empresa	3.00
CPFL Energia S/A		29/9/2004	Expansão de projetos já existentes	2.00
Porto Seguro S/A		19/11/2004	Expansão de projetos já existentes	2.00
Bradespar S/A		15/12/2004	Substituição de Fontes de Financiamento	1.00
D-S-A - Diagnósticos da América S/A		16/12/2004	Expansão de projetos já existentes	2.00
Suzano Petroquímica S/A		17/12/2004	Reestruturação Societária	4.00
Renar Miacas S/A		22/2005	Aumento da Liquidez da Empresa	3.00
Submarino S/A		31/3/2005	Substituição de Fontes de Financiamento	1.00
Ultrapar Participações S/A		13/4/2005	Expansão de projetos já existentes	2.00
CCR Rodovias S/A		28/4/2005	Implantação de novos projetos na empresa	5.00
Gol - Linhas Aéreas Inteligentes S/A		28/4/2005	Expansão de projetos já existentes	2.00
T-III S/A		14/6/2005	Aumento da Liquidez da Empresa	3.00
Lojas Renner S/A		30/6/2005	Substituição de Fontes de Financiamento	1.00
OHL Brasil - Obracon Huarte Lain Brasil S/A		14/7/2005	Expansão de projetos já existentes	2.00
Energias do Brasil S/A		18/7/2005	Expansão de projetos já existentes	2.00
Cyrela Brazil Realty S/A		22/9/2005	Implantação de novos projetos na empresa	5.00

Tabela VI - Dados Organizacionais

(ver Anexo I)

Empresa	Índice P/L	Q. de Tobin	Liquidez na Bolsa	Rec. Oper. Uq.	Capit. de Mercado	Situação Organizacional				
						Lucro por Ação	Endividamento	Liquidez Geral	Liquidez Corrente	
Rossi Residencial S/A	R\$ 8,20	6%	R\$ 512.000,00	R\$ 163.970.255,00	R\$ 35.050.000,00	R\$	0,03	4%	1,90	1,90
Gol - Linhas Aéreas Inteligentes S/A	R\$ 2,15	6%	R\$ 3.291.000,00	R\$ 1.400.590.000,00	R\$ 88.807.290,00	R\$	1,88	-49%	1,50	1,47
Brazilian S/A	R\$ 14,90	33%	R\$ 971.255.000,00	R\$ 10.135.810.000,00	R\$ 4.545.367.000,00	R\$	0,79	314%	0,50	0,90
CPFL Energia S/A	R\$ 15,70	49%	R\$ 23.324.000,00	R\$ 6.057.069,00	R\$ 1.143.557.500,00	R\$	(0,72)	152%	0,90	0,90
Porto Seguro S/A	R\$ 7,10	29%	R\$ 205.898.000,00	R\$ 2.351.392.000,00	R\$ 403.200.000,00	R\$	2,17	-319%	1,20	1,50
Bradespar S/A	R\$ (11,60)	32%	R\$ 389.669.000,00	R\$ 2.968.917.000,00	R\$ 1.899.154.000,00	R\$	(2,16)	238%	0,50	1,50
D-S-A - Diagnósticos da América S/A	R\$ -	0%	R\$ -	R\$ 353.598.000,00	R\$ -	R\$	(0,16)	55%	0,30	1,40
Suzano Petroquímica S/A	R\$ 354,40	37%	R\$ 24.268.000,00	R\$ 1.223.207.000,00	R\$ 685.705.000,00	R\$	0,01	59%	0,80	2,10
Renar Miacas S/A	R\$ -	0%	R\$ -	R\$ 45.759.412,00	R\$ -	R\$	0,03	77%	0,50	0,90
Submarino S/A	R\$ 22,50	98%	R\$ 20.529.000,00	R\$ 275.430.000,00	R\$ 275.232.000,00	R\$	1,04	1040%	1,00	1,10
Ultrapar Participações S/A	R\$ 9,80	137%	R\$ 807.801,00	R\$ 4.784.249.000,00	R\$ 3.542.509.000,00	R\$	5,19	-4%	1,50	2,10
CCR Rodovias S/A	R\$ 22,30	204%	R\$ 1.043.043,00	R\$ 1.453.150.000,00	R\$ 5.855.054.000,00	R\$	2,61	60%	0,50	1,00
Gol - Linhas Aéreas Inteligentes S/A	R\$ 5,90	513%	R\$ 558.197.000,00	R\$ 1.654.355.000,00	R\$ 7.923.654.000,00	R\$	1,35	-73%	2,80	2,50
T-III S/A	R\$ 5,90	92%	R\$ 357.000,00	R\$ 4.520.371.000,00	R\$ 2.025.027.000,00	R\$	2,78	100%	0,70	1,10
Lojas Renner S/A	R\$ (11,80)	52%	R\$ 88.000,00	R\$ 953.804.000,00	R\$ 5.551.000,00	R\$	3,49	171%	1,00	1,50
OHL Brasil - Obracon Huarte Lain Brasil S/A	R\$ 22,30	204%	R\$ 1.043.043,00	R\$ 268.267.000,00	R\$ 5.855.054.000,00	R\$	0,42	56%	0,20	0,70
Energias do Brasil S/A	R\$ 8,15	99%	R\$ 110.735.666,87	R\$ 3.702.692.000,00	R\$ 2.283.909.000,00	R\$	1,08	228%	0,70	1,00
Cyrela Brazil Realty S/A	R\$ 7,80	50%	R\$ 2.225.000,00	R\$ 217.079.000,00	R\$ 353.607.000,00	R\$	0,58	-65%	1,80	1,90

Análise dos resultados

Para todas as tabelas da análise gerada no software SPSS ver Anexo III

Após a obtenção de todos os dados necessários para o estudo, passou-se para a análise estatística, através do método de Análises Discriminantes Múltiplas. O objetivo da análise era, primeiramente, verificar se havia diferenças nas variáveis ambientes macroeconômicos e organizacionais entre as escolhas de destino de recursos. Ou seja, verificar se as diversas variáveis internas e externas às empresas influenciam a diferenciação dos recursos captados, comprovando a hipótese de que diferentes destinos de recursos são derivados de ambientes diferentes. Em se comprovando esta hipótese, dever-se-ia encontrar quais as variáveis, dentre as pré-estabelecidas, que mais influenciam a diferenciação dos destinos.

A diferença entre os grupos (entre as variáveis independentes médias para cada grupo) é testada pela análise Wilk's Lambda. Segundo CRICHTON (2000) este é um teste estatístico usado na análise multivariada da variância (MANOVA) para testar se existem diferenças entre as médias dos grupos (destinos). O valor do Wilk's Lambda varia de forma inversamente proporcional à participação das variáveis independentes na explicação dos grupos. Ou seja, quanto menor o valor deste indicador maior a diferença entre os grupos.

Ao analisar os resultados obtidos pode-se perceber que existe diferença entre os grupos, apesar das variáveis independentes, exceto índice P/L, apresentarem índices Wilk's Lambda de alto valor. Como o objetivo é verificar, entre as variáveis métricas selecionadas quais as que mais influenciam a diferenciação dos destinos, não será excluída nenhuma variável do modelo.

Variables	Group Means					Total
	1 - Substituição de fontes de financiamento	2 - Expansão de projetos já existentes	3 - Aumento da liquidez da empresa	4 - Reestruturação societária	5 - Implantação de novos projetos na empresa	
PIB_USD	134.517.750,00	141.035.125,00	141.148.000,00	129.218.000,00	153.350.000,00	140.321.444,44
IBOVESPA_USD	8.523,75	8.488,25	8.410,33	8.989,00	7.133,00	8.561,50
IPCA	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Taxa_Selic	17,18	18,89	18,47	18,25	15,88	17,58
Índice_PL	1,83	8,89	8,93	354,40	15,05	28,87
Q_TecIn	0,47	1,20	0,42	0,37	1,27	0,91
Liquidez_na_Bolsa	102.707.000,00	112.912.063,84	223.874.000,00	24.288.000,00	1.834.021,50	111.849.030,78
Receita_Operacional_Liquida	1.050.762.814,00	1.817.250.008,82	4.900.983.470,87	1.223.207.000,00	840.114.500,00	2.028.388.783,17
Capitalização_Mercado	554.249.250,00	2.855.087.598,75	2.150.138.000,00	885.705.000,00	3.105.830.500,00	2.051.415.432,78
Lucro_Por_Ação	0,80	1,40	1,20	0,01	1,59	1,13
Endividamento	3,83	0,08	1,24	0,59	0,50	1,20
Liquidez_Geral	1,10	1,11	0,80	0,80	1,15	1,00
Liquidez_Corrente	1,50	1,44	0,97	2,10	1,45	1,41

Tests of Equality of Group Means (a)			
Variables	Wilks' Lambda	F	Sig.
PIB_USD	0.788	0.884	0.500
IBOVESPA_USD	0.848	0.177	0.848
IPCA	0.828	0.887	0.814
Taxa_Selic	0.902	0.254	0.828
Índice_PL	0.012	281.315	0.000
Q_Tobin	0.873	0.472	0.755
Liquidez_na_Bolsa	0.908	0.337	0.848
Receita_Operacional_Liquida	0.707	1.244	0.308
Capitalização_Mercado	0.848	0.593	0.874
Lucro_Por_Ação	0.931	0.241	0.910
Endividamento	0.708	1.328	0.308
Liquidez_Geral	0.878	0.493	0.789
Liquidez_Corrente	0.752	1.074	0.409

a. Wilks' Lambda and F ratio degrees of freedom equals 4 and 13

Para explicar a variância entre os cinco destinos estudados, são desenvolvidas funções discriminantes (chamadas Canonical Discriminant functions). Segundo HAIR (1998) estas funções representam a relação entre as variáveis dependentes e as independentes do modelo. O número de funções possíveis é igual ao número de variáveis dependentes menos um. No entanto, nem todas as funções precisam ser consideradas na análise, já que cada função, separadamente, possui um grau de explicação das diferenças entre os grupos.

As funções são criadas a partir dos coeficientes gerados na análise do software estatístico utilizado. A tabela abaixo representa os coeficientes, para cada uma das variáveis, distribuídos para cada uma das funções. Assim, é possível padronizar as funções para o padrão metodológico (Z), apresentado anteriormente.

	Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients			
	Function			
	1	2	3	4
PIB_USD	2.28	2.82	1.40	0.67
IBOVESPA_USD	0.63	10.65	-2.20	0.14
IPCA	0.38	10.50	1.81	-0.50
Taxa_Selic	2.87	18.41	-1.03	0.01
Índice_PL	2.99	-0.74	-0.08	0.01
Q_Tobin	3.53	20.27	-0.73	-4.67
Liquidez_na_Bolsa	0.45	-0.68	3.56	0.35
Receita_Operacional_Liquida	0.32	0.57	-2.89	-2.10
Capitalização_Mercado	-4.44	-12.25	-1.26	4.11
Lucro_Por_Ação	-0.39	7.05	1.92	0.23
Endividamento	-2.02	-0.31	1.74	0.44
Liquidez_Geral	-4.65	-17.33	-3.81	1.39
Liquidez_Corrente	4.18	10.91	2.81	0.60

Apenas as duas primeiras funções foram reproduzidas, já que as duas outras representam menos de 1% do total explicado da variância. As funções padronizadas são:

$$Z_{1k} = 2,28*X_{1k} + 0,63*X_{2k} + 0,38*X_{3k} + 2,87*X_{4k} + 2,99*X_{5k} + 3,53*X_{6k} + 0,45*X_{7k} + 0,32*X_{8k} - 4,44*X_{9k} - 0,39*X_{10k} - 2,02*X_{11k} - 4,65*X_{12k} + 4,18*X_{13k}$$

$$Z_{2k} = 2,82 \cdot X_{1k} + 10,65 \cdot X_{2k} + 10,50 \cdot X_{3k} + 18,41 \cdot X_{4k} - 0,74 \cdot X_{5k} + 20,27 \cdot X_{6k} - 0,68 \cdot X_{7k} + 0,57 \cdot X_{8k} - 12,25 \cdot X_{9k} + 7,05 \cdot X_{10k} - 0,31 \cdot X_{11k} - 17,33 \cdot X_{12k} + 10,91 \cdot X_{13k}$$

A força da relação explicada pelas funções é dada por uma correlação (Canonical Correlation) que, ao quadrado, é chamada Eigenvalue. A porcentagem da variância explicada pela função é a % que o Eigenvalue de uma função representa do total. Como se pode perceber, a primeira função sozinha já representa 95,54% de toda variância entre os grupos. Assim, utilizaremos apenas a primeira das funções no ranking das variáveis que mais influenciam a variância dos destinos.

Eigenvalues				
Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation (Rc)
1	852.833	95.543	95.543	0.999
2	31.234	3.499	99.042	0.984
3	7.186	0.805	99.847	0.937
4	1.365	0.153	100.000	0.760

a First 4 canonical discriminant functions were used in the analysis.

O ranking das variáveis pode ser obtido através da classificação de maior para menor dos valores absolutos dos coeficientes utilizados para gerar as funções. Segundo HAIR (1998) estes coeficientes são utilizados para comparar a importância relativa das variáveis independentes, assim como os betas nas regressões múltiplas.

Assim, temos que as variáveis que mais influenciam a variância entre os destinos de recursos captados na Bovespa são, internamente à empresa, Liquidez Geral e Liquidez Corrente; enquanto, externamente (mercado), temos a Capitalização no Mercado e o Q de Tobin.

Independent Variable differentiation Ranking	
	Function
	1
Liquidez_Geral	-4.65
Capitalização_Mercado	-4.44
Liquidez_Corrente	4.18
Q_Tobin	3.53
Índice_PL	2.99
Taxa_Selic	2.87
PIB_USD	2.28
Endividamento	-2.02
IBOVESPA_USD	0.63
Liquidez_na_Bolsa	0.45
Lucro_Por_Ação	-0.39
IPCA	0.38
Receita_Operacional_Líquida	0.32

Adicionalmente, pode-se buscar entender como empresas e/ou investidores poderiam utilizar as funções aqui desenvolvidas para analisar qual o melhor momento para se captar

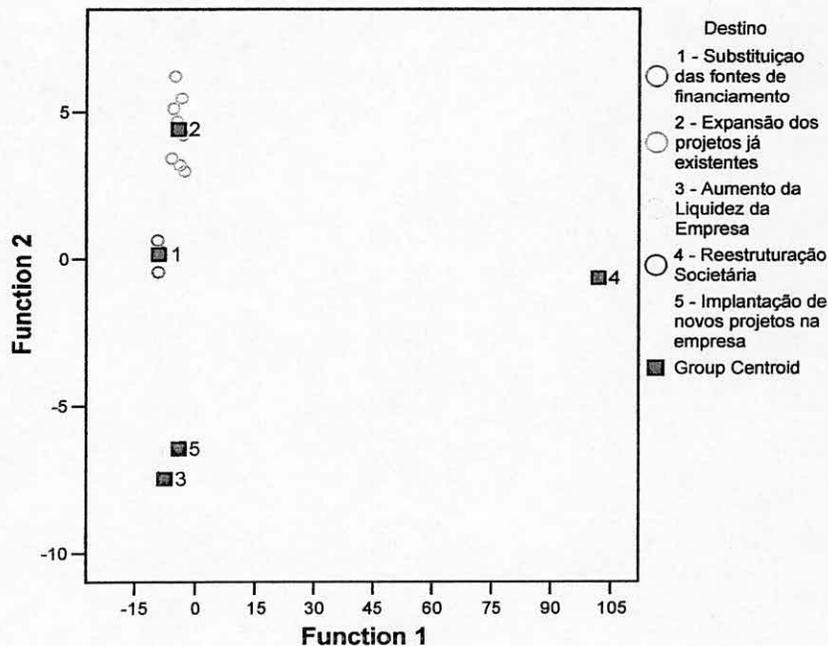
recursos com determinado destino ou qual deve ser o destino ótimo para determinando momento organizacional e macroeconômico. Para realizar este estudo, devem-se utilizar as funções desenvolvidas e variáveis independentes obtidas para a empresa que estiver em análise e da macroeconomia durante a pesquisa.

Assim, inserem-se os dados na função e o resultado obtido deve ser comparado com os Centróides dos destinos. O centróide mais próximo representa o grupo de destino ótimo para as variáveis independentes utilizadas. Por este motivo, quanto mais distantes os centróides dos grupos, mais fácil de se identificar a qual grupo pertence as novas variáveis inseridas no modelo. Como pode ser visto no gráfico abaixo, para a função 1 e 2, os centróides estão bastante separados, exceto pelo caso dos grupos 3 e 5. No caso de dúvida, pode-se utilizar as funções 3 e 4 para solucionar a questão de qual o grupo para determinadas variáveis métricas.

Functions at Group Centroids				
Destino	Function			
	1	2	3	4
1 - Substituição de fontes de financiamento	-9.146	0.162	4.177	-0.038
2 - Expansão de projetos já existentes	-4.287	4.409	-1.362	-0.029
3 - Aumento da liquidez da empresa	-7.590	-7.460	-1.385	-1.429
4 - Reestruturação societária	101.969	-0.651	0.638	-0.146
5 - Implantação de novos projetos na empresa	-4.161	-6.444	-1.146	2.407

Unstandardized canonical discriminant functions evaluated at group means

Canonical Discriminant Functions



Finalmente, para verificar a acuidade prática das funções geradas por esta análise, utiliza-se uma classificação de resultados em que cada um dos dezoito casos utilizados na amostra é testado nas funções e compara-se a capacidade de previsão do modelo, para as variáveis da amostra. O modelo gerado por este trabalho conseguiu classificar corretamente 100% dos casos da amostra.

Classification Results (a)						
Destino	Predicted Group Membership					Total
	1	2	3	4	5	
1 - Substituição de fontes de financiamento	4	0	0	0	0	4
2 - Expansão de projetos já existentes	0	8	0	0	0	8
3 - Aumento da liquidez da empresa	0	0	3	0	0	3
4 - Reestruturação societária	0	0	0	1	0	1
5 - Implantação de novos projetos na empresa	0	0	0	0	2	2
1 - Substituição de fontes de financiamento	100%	0	0	0	0	100%
2 - Expansão de projetos já existentes	0	100%	0	0	0	100%
3 - Aumento da liquidez da empresa	0	0	100%	0	0	100%
4 - Reestruturação societária	0	0	0	100%	0	100%
5 - Implantação de novos projetos na empresa	0	0	0	0	100%	100%

a 100.0% of original grouped cases correctly classified.

Conclui-se através deste estudo, que as diferentes características do ambiente macroeconômico e organizacional influenciam as diferenças dos destinos dos recursos. Além disso, este estudo encontrou, dentre as variáveis analisadas, quais as que mais influenciam estas diferenças e seu modelo poderá ser utilizado para outros casos, não presentes na amostra.

Anexo I

Descrição dos dados organizacionais utilizados na pesquisa

Os índices utilizados para obter dados organizacionais foram escolhidos com o objetivo de retratar a situação interna da empresa (Liquidez e Receita Operacional, por exemplo) e de retratar a situação da empresa no mercado (por exemplo, a Liquidez na Bolsa e o Índice P/L).

Vale ressaltar que os dados de empresas que abriram seu capital foram obtidos através de outros participantes do mercado que já possuíam o capital aberto. Os dados das empresas que estavam emitindo novas ações primárias, ou seja, que já tinham o capital aberto anteriormente, foram obtidos através das ações dessas próprias empresas. Além disso, os dados foram datados de um ano antes à real captação de recursos através de ações, já que existe um período entre o estudo para se abrir o capital e a verdadeira captação.

Os índices organizacionais utilizados foram:

- Índice P/L: Índice de Preço das ações / Lucro por ação (R\$)
- Q de Tobin: Índice da Capitalização de Mercado / Volume de Ativos das empresas (%)
- Liquidez na Bolsa: Quantidade de ações negociadas (R\$)
- Receita Operacional Líquida (R\$)
- Capitalização de Mercado: Ações emitidas pela empresa multiplicadas por sua cotação (R\$)
- Lucro por Ação (R\$)
- Endividamento: Dívida Líquida / Patrimônio Líquida (%)
- Liquidez Geral: (Ativo Circulante + Ativo Realizável em Longo Prazo) / (Passivo Circulante + Passivo Exigível Longo Prazo)
- Liquidez Corrente: Ativo Circulante / Passivo Circulante

Anexo II

Descrição dos Custos e Benefícios da abertura de capital, estudados por PAGANO, PANETTA, e ZINGALES (1998)

Custos da Abertura do Capital

Seleção Adversa

“... situação na qual os vendedores possuem informações relevantes que os compradores não possuem, ou vice versa...” (Dictionary.com, acesso em 08/11/2005).

Em geral os investidores possuem menos informações que os emissores de ações. Essa assimetria de informações afeta a qualidade da empresa que está abrindo o capital, assim como o preço das ações que serão vendidas (LELAND e PYLE (1997)) e também determina a magnitude da desvalorização do preço necessária para vendê-las (Rock (1986) e muitos outros). Segundo CHARMMANNUR e FULGHIERI (1995) o custo dessa seleção é um obstáculo ainda maior para as pequenas empresas. Assim, a probabilidade de abertura de capital, na presença de seleção adversa, é positivamente correlacionada com a idade e/ou com o tamanho da empresa.

Taxas e custos administrativos

Além da subvalorização dos preços de suas ações, abrir o capital implica em vários custos fixos. Já que esses custos não aumentam de acordo com o tamanho da oferta inicial da empresa, eles pesam significativamente nas ofertas das empresas menores. Assim, nesse caso, também, há uma alta correlação entre o tamanho da empresa e a probabilidade de abertura de capital.

Abertura de informações confidenciais

As regras sobre informações do mercado de ações forçam as empresas a revelar informações as quais a manutenção em segredo era crucial para a vantagem competitiva dessa empresa. Por exemplo: Informações sobre P&D e estratégias de marketing. Elas também passam por uma cuidadosa inspeção das autoridades do imposto de renda, reduzindo sua capacidade de escapar de algum impostos, quando comparadas com empresas privadas. Assim, segundo Campbell (1979) quanto mais sensíveis forem as informações de uma empresa, menor sua probabilidade de abrir seu capital.

Benefícios da Abertura do Capital

Superar restrições relacionadas a empréstimos

Ter acesso a uma nova fonte de financiamento alternativa aos bancos é provavelmente o ganho mais notável da abertura de capital. Esse acesso deve ser, principalmente, mais atraente para empresas com tendências de alto índice de investimento (atual ou futuro), alto endividamento e altas taxas de crescimento. Todos esses fatores devem ser altamente correlacionados com a abertura de capital.

As empresas com abertura de capital recente tendem a aumentar o investimento ou reduzir o índice de endividamento após o IPO e não costumam aumentar a sua distribuição de resultados aos investidores (payout ratio) após a abertura do capital.

Maior poder de barganha com os bancos

Segundo RAJAN (1992), ao abrir o capital e disseminar informações próprias aos investidores em geral, a empresa incentiva competição externa com seu credor e assegura um custo mais baixo de crédito, um maior suprimento de financiamento externo ou os dois. A previsão então é que empresas com maiores taxas de crédito e com fontes de crédito mais concentradas tem maior probabilidade de abrir o capital. O crédito se tornará mais barato e mais fácil após o IPO, controlando a lucratividade e o endividamento.

Liquidez e diversificação do portfólio

A decisão sobre a abertura de capital influencia tanto a liquidez da empresa quanto à diversificação do portfólio dos controladores iniciais da firma. Negociar ações em mercados organizados é barato. Como a liquidez da empresa depende do volume de negociações de suas ações, abrir o capital aumenta esse volume aumentando a liquidez. Mas esse benefício é mais aproveitado pelas empresas suficientemente grandes, que têm suas ações mais negociadas. Essa é uma outra razão para relacionar positivamente a probabilidade de abertura de capital e o tamanho da empresa.

Os donos da empresa têm com o IPO a oportunidade de se desfazer de parte de suas ações e investir em outros ativos ou em outras empresas, aumentando assim a diversificação de seu portfólio. Se a diversificação for considerada um importante motivo para a abertura do capital, como em Pagano (1993), deve-se esperar que empresas mais arriscadas tendem a abrir seu capital e os acionistas controladores tendem a vender uma grande parte de suas ações no momento do IPO ou logo após.

Monitoramento

O mercado de ações oferece um instrumento de disciplina aos administradores da empresa, através das perigosas tomadas hostis das empresas e através da exposição à avaliação do mercado sobre as decisões dos administradores. Além disso, os acionistas podem utilizar as informações contidas nos preços das ações para desenhar esquemas mais eficientes de compensação para seus administradores, talvez indexando os salários deles ao preço da ação ou os oferecendo opções de compra de ações, como argumentado por HOLMSTRON e TIROLE (1993).

PAGANO e ROELL (1998) argumentam que empresas privadas controladas por muitos investidores podem ser sobremonitoradas. Se a expansão planejada é grande e depende de financiamento por parte de vários investidores o custo do sobremonitoramento se torna tão alto que é preferível abrir o capital. Assim, prevê-se uma grande correlação entre a probabilidade de IPO e a escala de investimento posterior.

Reconhecimento do investidor

A abertura do capital pode tornar a empresa mais conhecida. MERTON (1987) mostra, através de um CAPM, que os preços das ações são maiores à medida que a empresa se torna mais conhecida dos investidores.

Mudança no Controle da empresa

Zingales (1995) afirma que a abertura de capital pode fazer parte de uma estratégia do dono inicial da empresa de maximizar o seu valor antes de vendê-la como um todo. Ao abrir o capital, o dono inicial pode mudar a proporção dos Fluxos de Caixa futuro e do controle da empresa, o qual ele manterá para barganhar com o comprador. Ao vender ações que geram dividendos a diversos acionistas e ainda manter o controle da empresa, o dono inicial obtém sucesso em aumentar seu ganho sobre o novo comprador que terá que pagar pelo aumento extra no valor do fluxo de caixa, tornando desnecessário barganhar com o comprador. No entanto, caso o dono inicial mantenha a empresa privada, ele poderá barganhar pelo valor extra, correspondente aos benefícios que o comprador obterá pelo fato da empresa se manter privada.

Assim, caso esse seja o motivo da maioria das aberturas de capital, será possível encontrar uma alta correlação entre IPO's e transferência de controle.

Janela de Oportunidade

De acordo com RITTER (1991) existem períodos em que os preços das ações estão ou sobre ou sub-avaliados. As empresas que perceberem que as ações das empresas de sua indústria estão superavaliadas terão um forte incentivo para abrir seu capital. Assim, a probabilidade de uma empresa abrir seu capital é maior quando o mercado de empresas da

mesma indústria estiver passando por uma bolha de crescimento (esse fato é uma janela de oportunidade, pois oferece a oportunidade de receber mais pelas ações do que elas valeriam em condições normais). No entanto deve-se tomar cuidado para não avaliar empresas que tem uma grande oportunidade de crescimento e que, portanto, necessitam de um alto grau de investimento como se estivessem passando por uma bolha de crescimento. Após abrirem seu capital durante uma bolha de crescimento, as empresas não terão taxas de investimentos anormais nem retornos anormais.

Anexo III

Tabelas completas da Análise Discriminante Múltipla realizada no software SPSS

Analysis Case Processing Summary		
Unweighted Cases	N	Percent
Valid	18	100
Excluded	0	0
Total	18	100

Group Means						
Variables	1 - Substituição de fontes de financiamento	2 - Expansão de projetos já existentes	3 - Aumento da liquidez da empresa	4 - Reestruturação societária	5 - Implantação de novos projetos na empresa	Total
PIB_USD	134.517.750,00	141.035.125,00	141.148.000,00	128.216.000,00	153.350.000,00	140.321.444,44
IBOVESPA_USD	6.523,75	6.488,25	6.410,33	6.969,00	7.133,00	6.581,50
IPCA	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Taxa_Selic	17,16	18,69	18,47	18,25	15,88	17,88
Índice_PL	1,83	3,89	6,93	354,40	15,05	26,87
Q_Tobin	0,47	1,30	0,42	0,37	1,27	0,91
Liquidez_na_Bolsa	102.707.000,00	112.912.063,84	223.874.000,00	24.268.000,00	1.634.021,50	111.649.030,76
Receita_Operacional_Liquida	1.090.762.814,00	1.817.650.008,82	4.900.983.470,87	1.223.207.000,00	840.114.500,00	2.028.368.783,17
Capitalização_Mercado	554.249.250,00	2.855.087.598,75	2.190.138.000,00	685.705.000,00	3.105.830.500,00	2.051.415.432,76
Lucro_Per_Ação	0,80	1,40	1,20	0,01	1,59	1,13
Endividamento	3,83	0,08	1,84	0,59	0,50	1,20
Liquidez_Geral	1,10	1,11	0,80	0,80	1,15	1,00
Liquidez_Corrente	1,50	1,44	0,97	2,10	1,45	1,41

Tests of Equality of Group Means (a)			
Variables	Wilks' Lambda	F	Sig.
PIB_USD	0,786	0,884	0,500
IBOVESPA_USD	0,948	0,177	0,948
IPCA	0,828	0,687	0,814
Taxa_Selic	0,902	0,354	0,836
Índice_PL	0,012	221,315	0,000
Q_Tobin	0,673	0,472	0,755
Liquidez_na_Bolsa	0,908	0,337	0,848
Receita_Operacional_Liquida	0,707	1,344	0,306
Capitalização_Mercado	0,848	0,593	0,674
Lucro_Per_Ação	0,931	0,241	0,910
Endividamento	0,708	1,338	0,308
Liquidez_Geral	0,878	0,453	0,769
Liquidez_Corrente	0,752	1,074	0,409

a. Wilks' Lambda and F ratio degrees of freedom equals 4 and 13

Analysis – Summary of Canonical Discriminant Functions

Eigenvalues				
Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation (Rc)
1	852.833	95.543	95.543	0.999
2	31.234	3.499	99.042	0.984
3	7.186	0.805	99.847	0.937
4	1.365	0.153	100.000	0.760

a First 4 canonical discriminant functions were used in the analysis.

Wilks' Lambda				
Test of Function(s)	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
1 through 4	0.000	105.489	52	0.000
2 through 4	0.002	51.491	36	0.045
3 through 4	0.052	23.706	22	0.363
4	0.423	6.887	10	0.736

Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients				
	Function			
	1	2	3	4
PIB_USD	2.28	2.82	1.40	0.67
IBOVESPA_USD	0.63	10.65	-2.20	0.14
IPCA	0.38	10.50	1.81	-0.50
Taxa_Selic	2.87	18.41	-1.03	0.01
Índice_PL	2.99	-0.74	-0.08	0.01
Q_Tobin	3.53	20.27	-0.73	-4.67
Liquidez_na_Bolsa	0.45	-0.68	3.56	0.35
Receita_Operacional_Liquida	0.32	0.57	-2.89	-2.10
Capitalização_Mercado	-4.44	-12.25	-1.26	4.11
Lucro_Por_Ação	-0.39	7.05	1.92	0.23
Endividamento	-2.02	-0.31	1.74	0.44
Liquidez_Geral	-4.65	-17.33	-3.81	1.39
Liquidez_Corrente	4.18	10.91	2.81	0.60

Independent Variable differentiation Ranking	
	Function
	1
Liquidez_Geral	-4.65
Capitalização_Mercado	-4.44
Liquidez_Corrente	4.18
Q_Tobin	3.53
Índice_PL	2.99
Taxa_Selic	2.87
PIB_USD	2.28
Endividamento	-2.02
IBOVESPA_USD	0.63
Liquidez_na_Bolsa	0.45
Lucro_Por_Ação	-0.39
IPCA	0.38
Receita_Operacional_Liquida	0.32

Structure Matrix				
	Function			
	1	2	3	4
Indice_PL	0.307	-0.063	0.099	-0.061
Endividamento	-0.004	-0.037	0.217	-0.115
IPCA	0.000	0.011	0.170	-0.018
Capitalização_Mercado	-0.004	0.004	-0.146	0.103
Lucro_Por_Ação	-0.005	0.003	-0.079	0.064
Receita_Operacional_Líquida	-0.004	-0.057	-0.101	-0.409
PIB_USD	-0.007	-0.030	-0.119	0.266
Liquidez_na_Bolsa	-0.004	-0.011	-0.020	-0.246
Liquidez_Corrente	0.013	0.048	0.072	0.219
Liquidez_Geral	-0.005	0.041	0.024	0.205
Taxa_Selic	0.001	0.029	-0.058	-0.204
Q_Tobin	-0.003	0.038	-0.087	0.167
IBOVESPA_USD	0.003	-0.015	-0.002	0.165

Pooled within-groups correlations between discriminating variables and standardized canonical Variables ordered by absolute size of correlation within function.

Canonical Discriminant Function Coefficients (Weights)				
	Function			
	1	2	3	4
PIB_USD	0.0	0.0	0.0	0.0
IBOVESPA_USD	0.0	0.0	0.0	0.0
IPCA	43.2	1192.4	206.0	-57.0
Taxa_Selic	0.8	5.4	-0.3	0.0
Indice_PL	0.3	-0.1	0.0	0.0
Q_Tobin	2.7	15.5	-0.6	-3.6
Liquidez_na_Bolsa	0.0	0.0	0.0	0.0
Receita_Operacional_Líquida	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitalização_Mercado	0.0	0.0	0.0	0.0
Lucro_Por_Ação	-0.2	3.8	1.0	0.1
Endividamento	-0.8	-0.1	0.7	0.2
Liquidez_Geral	-6.9	-25.7	-5.6	2.1
Liquidez_Corrente	8.2	21.5	5.5	1.2
(Constant)	-54.8	-223.0	-2.7	-9.5

Unstandardized coefficients

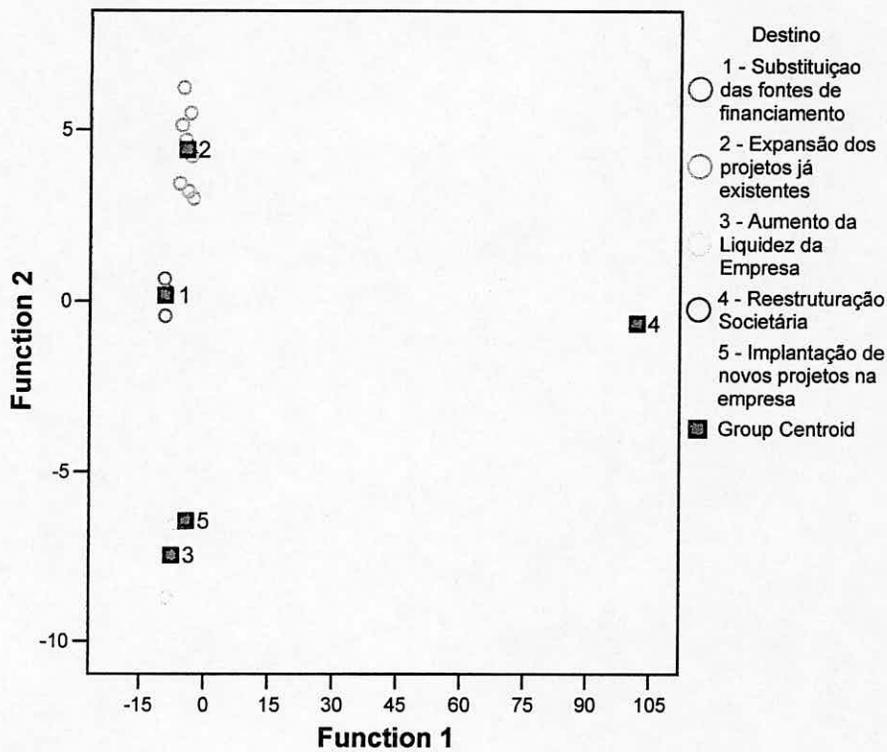
Functions at Group Centroids				
Destino	Function			
	1	2	3	4
1 - Substituição de fontes de financiamento	-9.146	0.162	4.177	-0.038
2 - Expansão de projetos já existentes	-4.287	4.409	-1.362	-0.029
3 - Aumento da liquidez da empresa	-7.590	-7.460	-1.385	-1.429
4 - Reestruturação societária	101.969	-0.651	0.638	-0.146
5 - Implantação de novos projetos na empresa	-4.161	-6.444	-1.146	2.407

Unstandardized canonical discriminant functions evaluated at group means

Classification Results (a)						
Destino	Predicted Group Membership					Total
	1	2	3	4	5	
1 - Substituição de fontes de financiamento	4	0	0	0	0	4
2 - Expansão de projetos já existentes	0	8	0	0	0	8
3 - Aumento da liquidez da empresa	0	0	3	0	0	3
4 - Reestruturação societária	0	0	0	1	0	1
5 - Implantação de novos projetos na empresa	0	0	0	0	2	2
1 - Substituição de fontes de financiamento	100%	0	0	0	0	100%
2 - Expansão de projetos já existentes	0	100%	0	0	0	100%
3 - Aumento da liquidez da empresa	0	0	100%	0	0	100%
4 - Reestruturação societária	0	0	0	100%	0	100%
5 - Implantação de novos projetos na empresa	0	0	0	0	100%	100%

a 100.0% of original grouped cases correctly classified.

Canonical Discriminant Functions



Referências Bibliográficas

- BCB – Banco Central do Brasil, www.bcb.gov.br , acesso em 08/11/2005
- BRIGHAM, F., GAPENSKI, C., EHRHARDT, C., 2001, **Administração Financeira: Teoria e Prática**, Editora Atlas 9ª edição, 577 – 578.
- BOEHMER, E., and LJUNDQVIST, A., 2004, **On the Decision to Go Public: Evidence from Privately Held Firms**, Texas A&M University and New York University working paper.
- BOOT, A.W.A., GOPALAN, R., and THAKOR, A., 2006, **The Entrepreneur's Choice Between Private and Public Ownership**, *Journal of Finance*, forthcoming.
- BOVESPA (2004), **Como e porque tornar-se uma companhia aberta: Utilizando o mercado de capitais para crescer**, www.bovespa.com.br , acesso em 08/11/2005
- CAMPBELL, Tom, 1979, **Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality**, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 14, 913-924.
- CRICHTON, Nicola, 2000, **A comparison of nursing competence**, *Journal of Clinic Nursing*, 9, 369-381.
- CHEMMANUR, Thomas, e Paolo FULGHIERI, 1995, **Information production, private equity financing, and the going public decision**, *Working paper*, Columbia University.
- CVM – Comissão de Valores mobiliários, www.cvm.com.br , acesso em 08/11/2005
- Dictionary.com, www.dictionary.com , acesso em 08/11/2005
- FISCHER, C., 2000, **Why Do Firms Go Public? Empirical Evidence from Germany's Neuer Market**
- HAIR, J., 1998, **Multivariate Data Analysis**, 239-277
- HOLMSTROM, B. e TIROLE, J., 1993, **Market Liquidity and Performance Monitoring**, *Journal of Political Economy* 101, 678-709.
- IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, www.ibge.com.br , acesso em 08/11/2005
- IPIB – Internet Produto Interno Bruto, **O que é PIB?** www.ipib.com.br, acesso em 08/11/2005
- LELAND, Hayne. E., e David H. PYLE, 1977, **Informational asymmetries, financial structure, e financial intermediation**, *Journal of Finance* 32, 371-387.

- MERTON, Robert C., 1987, ***Presidential Address: A simple model of capital market equilibrium***, *Journal of Finance* 42, 483-510.
- PAGANO, M., PANETTA, F. and ZINGALES, Z., 1998, ***Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis***, *Journal of Finance*, 53, 27-64.
- PAGANO, M., 1993, ***The Flotation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model***, *European Economic Review* 37, 1011-1125.
- PAGANO, M. e ROELL, A., 1996, ***The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and the decision to go public***, *Quarterly Journal of Economics*, Forthcoming.
- RAJAN, Raghuram G., 1992, ***Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt***, *Journal of Finance* 47, 1367-1400.
- RITTER, Jay R., 1991, ***The long-run performance of initial public offerings***, *Journal of Finance* 46, 3-27.
- ROCK, Kevin, 1986, ***Why new issues are underpriced***, *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- SUBRAHMANYAM, A., e TITMAN, S., 1999, ***The Going Public Decision and the Development of Financial Markets***, *Journal of Finance* 54, 1045-1082.
- TAMURA, D., e EID, W., 2005, ***Abertura de Capital das empresas brasileiras: Motivação na Abertura de Capital e Performance de curto prazo das IPO's***, PIBIC.
- ZINGALES, L., 1995, ***Insider Ownership and the Decision to Go Public***, *Review of Economic Studies* 62, 425-448.