

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PRÊMIO DE VOTO E CICLO DE VIDA DAS FIRMAS: ESTUDOS E
POSSIBILIDADES.

THIAGO PORTUGAL FROTTE

MATRÍCULA: 1013397

PROFESSOR ORIENTADOR: WALTER NOVAES FILHO

DEZEMBRO DE 2013

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PRÊMIO DE VOTO E CICLO DE VIDA DAS FIRMAS: ESTUDOS E
POSSIBILIDADES.

THIAGO PORTUGAL FROTTE

MATRÍCULA: 1013397

PROFESSOR ORIENTADOR: WALTER NOVAES FILHO

DEZEMBRO DE 2013

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor."

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Gostaria de agradecer primeiro ao meu professor orientador Walter Novaes pelos preciosos e rigorosos conselhos tão necessários à minha caminhada e construção do meu trabalho.

Agradeço também, principalmente, à minha família, em conjunto, que tem se mostrado mais presente e indispensável do que nunca na minha jornada. Eles são exemplos para mim. Meu sonho surgiu com eles e por eles.

Agradeço também a uns poucos e bons amigos que me dão sentido na vida e me evidenciam salutarmente minhas raízes.

Por fim, dedico esse trabalho bem como todo meu esforço ao Diego, que sempre esteve presente nos meus sonhos mesmo antes de nascer. Meu esforço maior é por ele.

Resumo

Estudos mais diversos foram realizados sobre o Prêmio de voto, sua definição, sua origem e variáveis impactantes sobre o mesmo. Determinantes como a Legislação nacional, o mercado da empresa emissora das ações, crises, intervenções governamentais, estrutura societária entre outros.

A literatura sobre ações é ampla em torno de seus retornos ou dos determinantes dos prêmios de voto. Porém ainda não parece haver tentativas de analisar o comportamento do prêmio de voto de acordo com o ciclo de vida da empresa. Os esforços pelo entendimento desse aspecto do mercado acionário podem ajudar a entender o comportamento tão imprevisível de empresas recém lançadas em bolsa.

Quais os determinantes do prêmio de voto assim que as mesmas são lançadas? A estrutura de acionistas deveria ter maior influencia sobre estas empresas? As questões internas das mesmas seriam mais relevantes ou o mercado acaba por determinar seu comportamento?

Se é possível teorizar sobre os prêmios de voto das firmas maduras, fatores diferentes devem constituir a imprevisibilidade do prêmio de voto das firmas mais jovens.

Sumário

1. Introdução	5
2. Revisão Bibliográfica	5
3. Dados.....	9
4. Metodologia	10
5. Resultados	10
5.1. Volume de negócios e prêmios de voto.....	10
5.2. Volumes, Preços e segmentos de listagem.....	13
1. Conclusão	16
2. Tabelas	18
3. BIBLIOGRAFIA.....	22

1. Introdução

O controle de uma empresa pode gerar excesso de poder ao seu controlador. Um acionista majoritário pode definir para si bônus elevados, que aumentam a renda das ações detidas por este indivíduo. Mas também é possível definir os novos projetos, vender ou comprar lotes de ações da empresa controlada por valores deferentes do mercado, com ágio proporcional ao tamanho do lote comercializado.

O direito de voto tem importância elevada quando a empresa entra em uma disputa interna por controle. Essa disputa aumenta o valor que os acionistas majoritários estão dispostos a pagar pelos fluxos de caixa das ações que têm direito de voto (Nenova, 2003). Essas ações passam, portanto, a valer mais do que o valor presente dos fluxos esperados para elas. Passam a ter um spread além do valor das ações preferenciais que é determinado, em última instância, por esse direito de voto.

2. Revisão Bibliográfica

O chamado prêmio de voto reflete, neste contexto, a probabilidade de que a empresa entre em uma disputa interna entre os acionistas pelas ações. Zingales (1995) define como a probabilidade de uma ação ser pivotal, ou seja, que a ação marginal defina o controle da empresa em caso de disputa.

A estrutura de capital da empresa determina como o efeito das disputas por controle é refletido no prêmio de voto uma vez que quando uma empresa tem um acionista com mais de 50% das ações, a disputa por votos é consideravelmente reduzida. A disputa diminui, equivalentemente, quando a empresa tem suas ações pulverizadas no mercado de tal maneira que não hajam acionistas majoritários. Por outro lado, os casos de empresas que controlam outras empresas “maquiam” a verdadeira disputa pelo controle das empresas, pois em muitos casos a disputa pelas ações das controladas se dá dentro da estrutura de acionistas da empresa que detém o

controle. Assim, alguns mercados aparentam ter menos disputas por controle de empresas. Mas isso não é verdade.

A disputa pelas ações das empresas tem fundamento na possibilidade de extração de benefícios privados de controle da empresa por seu controlador. Assim, caso o controlador não possa extrair grandes benefícios, a disputa não se dá de maneira tão voraz e o prêmio de voto reflete essa menor procura por ações ordinárias. Nessa questão, Zingales (1994,1995) argumenta que em países como a Itália, a disputa pelo controle das empresas e pela extração desses benefícios é enorme, gerando prêmios de voto quase tão valiosos quanto os fluxos de caixa proporcionados pelas ações (valor das ações preferenciais). O autor afirma que a Itália têm suas exigências de transparência na gestão de empresas e de respeito com os acionistas minoritários “frouxas”. Por outro lado, os EUA, que possuiriam uma legislação eficiente no controle de abusos, têm prêmios de voto da ordem de 5% do valor das ações preferenciais.

Seguindo essa linha de análise cross-country, Nenova (2003) estuda os casos de 18 países, dentre eles o Brasil, demonstrando que a disputa pelas ações ordinárias reflete os benefícios privados gerados por legislações no mercado de ações mais frouxas, diferentes para cada país. Nenova encontra valores negativos para o prêmio de voto em Hong Kong e valores expressivamente positivos para outros países, como Brasil e França. As diferenças nas legislações explicariam 68% das diferenças nos existentes nos prêmios de votos dos países analisados.

A disputa pelo controle das empresas que gera prêmio pelo direito do voto das ações é aquela que se dá justamente por meio da posse das ações que possuem esse direito. Quando por algum motivo o controle da empresa passa a ser definido por outros fatores, o prêmio de voto cai consideravelmente.

A crise de 2008 no Mundo foi marcada por grande tensão e perdas históricas que chegaram a ser comparadas com as de 1929. Os mercados financeiros estavam tensos, os governos protecionistas e os consumidores com a confiança abalada. O Mundo estagnou. O governo brasileiro adotou uma postura intervencionista para evitar que o elevado número de demissões por conta dessa crise aumentasse ainda mais. A intervenção foi direta e razoavelmente generalizada. O impacto dessas intervenções foi de retirar em grande parte o controle que as empresas tinham de si mesmas.

A intervenção governamental fez com que a probabilidade de extração de benefícios privados por acionistas majoritários fosse minorada. Os controladores das empresas já não teriam tanto controle como se esperaria sobre a empresa. A probabilidade de que houvesse uma disputa pelo controle se reduziu. Na verdade, a disputa pelo controle da empresa deixou seu cunho acionário e tomou um cunho político (Novaes, 2013). O governo usava sua influência política para mudar as decisões das empresas de acordo com a sua vontade, buscando reduzir os efeitos da crise.

Os determinantes do prêmio de voto são variados. Vão da legislação a efeitos de crises, além de intervenções governamentais e estrutura de acionistas. Porém, estas variáveis se encontram 'fora' das empresas. Elas são inerentes ao mercado, à conjuntura, à política. A decisão de investimentos de uma empresa é uma responsabilidade que pode garantir rentabilidade elevada ou pode determinar a falência de um empreendimento. Ainda, a maturidade da empresa pode gerar uma estrutura de acionistas que pode ser mutável ou fixa, volátil ou estável.

A literatura é extensa quando falamos em retornos de ações ou em prêmios de votos, como se viu. Porém, ainda não houve uma tentativa de analisar o comportamento do prêmio de voto de acordo com o ciclo de vida da empresa. Não parece haver literatura que abarque as relações entre as variáveis discutidas pelos autores citados com o tempo de vida das empresas e, em especial, com aquelas que apresentam um ciclo de vida ainda muito curto, as empresas com IPOs recentes.

Estas empresas podem gerar maiores prêmios de voto no início de seu ciclo de vida se apresentarem menor coesão entre os acionistas com relação aos novos projetos a serem implementados e qual será o plano de crescimento da empresa. As firmas apresentariam menores prêmios de voto logo após seus IPOs em relação às empresas mais maduras se os planos de crescimento já estiverem definidos, os projetos futuros ainda tenham prazo longo de maturação ou mesmo se a estrutura de acionistas se mantivesse rígida logo após ao IPO dessas firmas. Nesse último caso teríamos um reflexo de menor probabilidade de disputas pelo controle da empresa que refletiriam menores prêmios para essas empresas de recente abertura de capital.

O trabalho aqui realizado buscou analisar esse contexto e unir as teorias clássicas de determinantes de prêmios de voto com essa formulação temporal do mesmo. A disponibilidade de dados, porém, foi determinante para as conclusões obtidas.

O mercado de ações no Brasil é um dos maiores do mundo. Porém é também um mercado incipiente e com poucas empresas listadas. Muitas destas empresas possuem ações ilíquidas ou não possuem quaisquer dados de históricos de preços ou de volumes negociados.

Uma preocupação crescente no mercado de ações global está relacionada às práticas de Governança Corporativa pelas empresas e seus impactos no mercado em geral. No Brasil, em consonância com o que foi feito no mercado Alemão com a criação do “NeuerMarkt”, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou um novo segmento de listagem, denominado Novo Mercado além dos três outros níveis Tradicional, Nível 1 e Nível 2. O Novo Mercado funciona como um ‘selo’ de qualidade em questões de gestão empresarial, transparência na gestão e garantia de direitos aos acionistas minoritários. Para fazer parte deste segmento de listagem da Bovespa, uma empresa deve seguir padrões rígidos de governança e transparência. A consequência desse empenho na direção da Governança Corporativa parece estar ligada ao aumento dos preços de suas ações além de suas volatilidades, aumento dos volumes diários de negociação e da liquidez das ações (Carvalho, 2003).

Um efeito determinante para o desenvolvimento deste trabalho é o fato de que as empresas que são listadas no Novo Mercado não possuem ações preferenciais. Uma das exigências deste segmento de listagem é que as empresas tenham emitidas apenas ações com direito a voto, ordinárias. Sendo assim, o prêmio de voto fica oculto sob o preço da ação ordinária sem que se possa revelá-lo via comparação com a ação preferencial.

A união deste fato com a baixa liquidez encontrada na amostra de empresas com IPO recente inviabiliza qualquer análise com significância estatística sobre o prêmio de voto. As empresas recém listadas na Bovespa que possuem ações ordinárias e preferenciais não são tão líquidas seja pelo surgimento do Novo Mercado como forte concorrência pela alocação do investimento, seja por se tratarem de empresas relativamente que abriram capital em um momento muito diferente da história do mercado de ações brasileiro.

3. Dados

As séries históricas de preços e volumes de negociação diárias das ações das empresas recém listadas na Bovespa foram retiradas dos acervos da Bloomberg. As informações sobre as empresas, suas datas de IPOs entre outras foram retiradas também dos acervos da Bloomberg como do site da Bovespa. São as séries de preço e volumes negociados até os fechamentos diários de pregão entre os dias 1º de Janeiro de 1994 e 29 de Novembro de 2013.

Foram realizados no Brasil 155 aberturas de capital desde o início de 1994 até o final de Novembro de 2013. Destes, 116 são de empresas listadas no Novo Mercado, com ações ordinárias e sem prêmio de voto, 20 pertencem ao Nível 2, 11 ao Nível 1 e 8 estão listadas no segmento Tradicional. Das 155 empresas recém listadas, 21 não possuem qualquer dado histórico de negociação ou das ações ordinárias, ou das preferenciais ou ambas. Duas empresas das 21 saíram do segmento de listagem de Nível 2 para o Novo Mercado e as 19 restantes são empresas que estão fora do Novo Mercado. Desta maneira, chegamos ao número de 20 empresas dentre os segmentos Tradicional, Nível 1 e Nível 2 que possuem prêmio de voto e algum dado de negociação no período analisado. Há ainda o caso da Cyrela Brasil Realty SA, listada no Nível 1 até o dia 29 de Julho de 2005, quando aderiu ao Novo Mercado, empresa que não possui negociação simultânea de ações ordinárias e preferenciais.

Tabela II- Empresas sem dados históricos¹	
BOMPREGO S.A. SUPERMERCADOS DO NORDESTE	BCO DAYCOVAL S.A.
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	BCO ABC BRASIL S.A.
UNIVERSO ONLINE SA	MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.
VIVAX SA	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	SUL AMERICA S.A.
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A.
BCO PINE S.A.	BCO PANAMERICANO S.A.
BCO SOFISA S.A.	RENOVA ENERGIA S.A.
PARANA BCO S.A.	ABRIL EDUCAÇÃO S.A.
BCO CRUZEIRO SUL SA	BCO BTG PACTUAL S.A.
	ALUPAR INVESTIMENTOS S/A

¹ Empresas que não tiveram observações de Preços e Volumes de negociação diários para ações ordinárias, preferenciais ou ambas.

4. Metodologia

Todo o trabalho aqui realizado se baseia em análise de médias na busca por teorias que possam ser provadas posteriormente.

Algumas variáveis foram construídas com base nos dados primários. São as variáveis de Premio de voto, diferencial de volume de negociação entre ações ordinárias e preferenciais e uma Dummy de segmento de listagem.

O prêmio de voto é calculado com base no preço de fechamento dos dias em que as ações ordinárias e preferenciais tiveram negociação conjunta.

$$Premio = \frac{Preço_{ON} - Preço_{PN}}{Preço_{PN}}$$

Da mesma maneira foi calculado o diferencial de volume de negociação entre as ações ordinárias e preferenciais de uma empresa, buscando-se um indicativo de liquidez.

$$Dif_{Volume} = \frac{Volume_{ON} - Volume_{PN}}{Volume_{PN}}$$

As Dummies são variáveis que possuem valor 0 se a empresa não está listada na bolsa, 1 se está no segmento Tradicional, 2 se está no Nivel 1, 3 se está no Nivel2 e 4 se pertence ao Novo Mercado.

5. Resultados

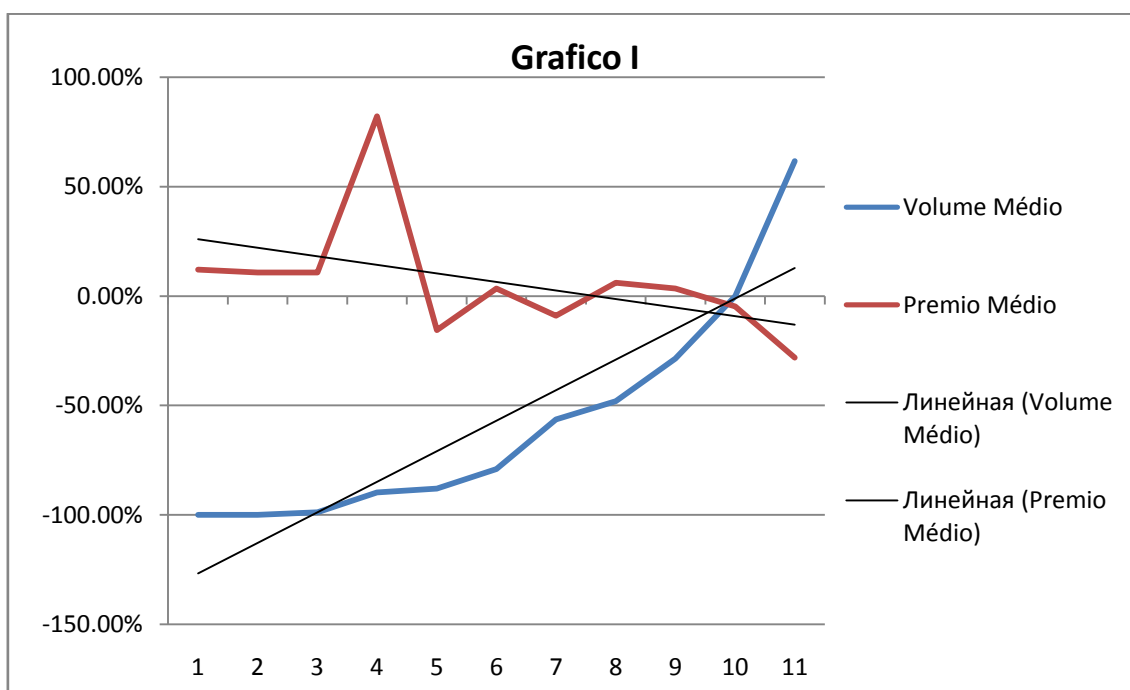
5.1. Volume de negócios e prêmios de voto.

A partir das empresas que possuíram prêmio de voto em algum momento de seu ciclo de vida (Tabela I), calculou-se o prêmio médio de voto destas empresas e a diferença percentual entre os volumes de negociação de ações ordinárias e preferenciais para os respectivos dias. Retirando-se as empresas que possuíram prêmios de voto acima de 200%,(ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.,KROTON EDUCACIONAL S.A. eTAM S.A.) podemos inferir que existe uma correlação negativa entre o diferencial de volume médio negociado e o premio de voto médio de uma empresa. Como mostra o Grafico I,

existe correlação entre um prêmio de voto baixo e um diferencial de volume negociado alto.

Tabela I - Empresas com Prêmio de voto	
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO
CETERP-CENTRAIS TELE. DE RIBEIRAO PRETO	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.
EMBRAER S.A.	CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR
BCO INDUSVAL S.A.	TAM S.A.
KROTON EDUCACIONAL S.A.	UNIBANCO UNIAO BCOS BRASILEIROS SA
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	

De fato, quando as ações ordinárias são menos líquidas, elas passam a ser ativos raros no mercado e fontes de disputas pelos acionistas majoritários da empresa emissora da ação. Esta disputa mais acirrada gera preços elevados para as ações ordinárias e consequentemente os prêmios de voto dessa firma tendem a se elevar visivelmente.



Acionistas majoritários controladores têm incentivos a reter suas ações para garantir a extração de seus benefícios privados do controle empresarial. Desta maneira, as ações ordinárias ficam escassas nos mercados e concentradas nas mãos de poucos

investidores. O preço dessas ações deve refletir essa possibilidade de extração de benefício e a forte disputa por tais ações que são pouco negociadas.

Quando os acionistas controladores possuem maior mercado para suas ações, ou seja, quando as ações com prêmio de voto são mais negociadas e os volumes diários são maiores, a disputa marginal por cada ação deve cair, reduzindo seu respectivo prêmio de voto.

Este fato é relevante quando são realizados estudos como os de Nenova (2003) que analisa o mercado de ações brasileiro, pois, sendo o mercado nacional marcado por baixa liquidez e possuidor de uma quantidade crescente de empresas listadas no Novo Mercado, os prêmios de voto tendem a ficar distorcidos. Tais prêmios passam a representar somente a baixa liquidez das ações ordinárias controladas por acionistas majoritários que não são encontradas no mercado.

A pouca disponibilidade de dados inviabiliza um estudo causal entre os volumes médios de negociação e os prêmios de votos das ações.

A busca por destaque no mercado de ações das empresas traz benefícios como facilitação dos financiamentos via emissões de ações, aumento do valor de mercado da empresa além de destaque nos mercados em geral.

Muitas firmas, buscando benefícios como estes e outros tais como maior liquidez para suas ações, mudaram de segmento de listagem nos últimos anos. Apenas entre as que realizaram IPOs entre Janeiro de 1994 até Novembro de 2013, 13 firmas migraram de segmento, sendo que oito delas migraram para o Novo Mercado. Das 155 que fizeram sua abertura de capital neste período, 124 estão, hoje, no Novo Mercado.

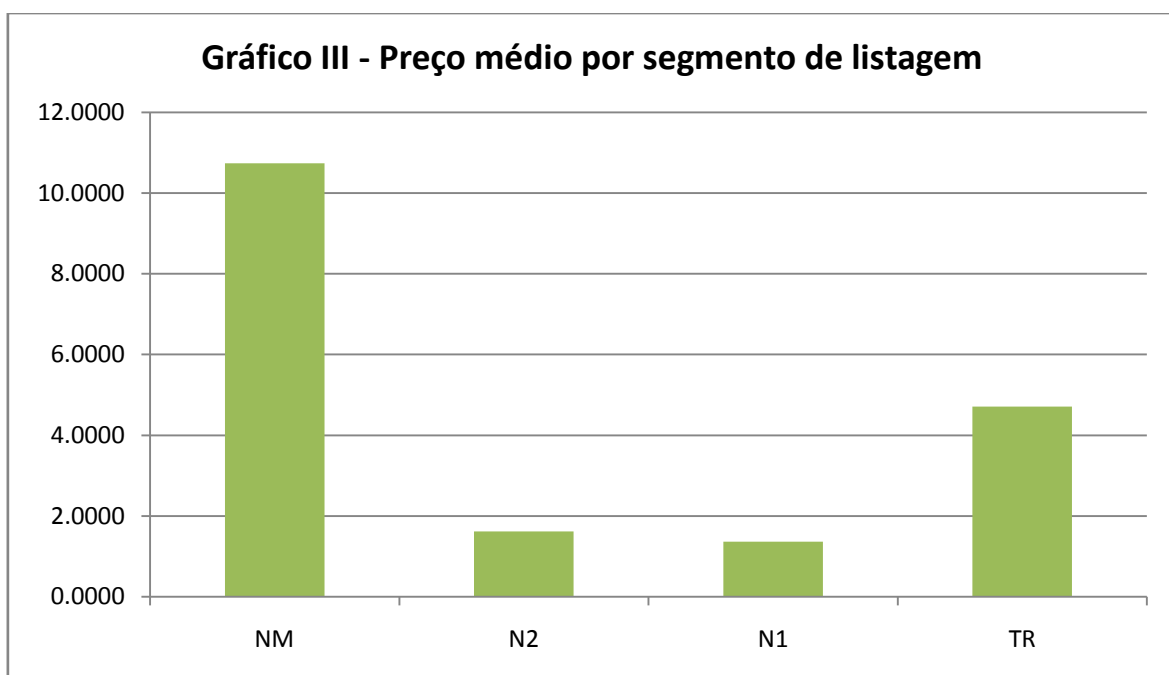
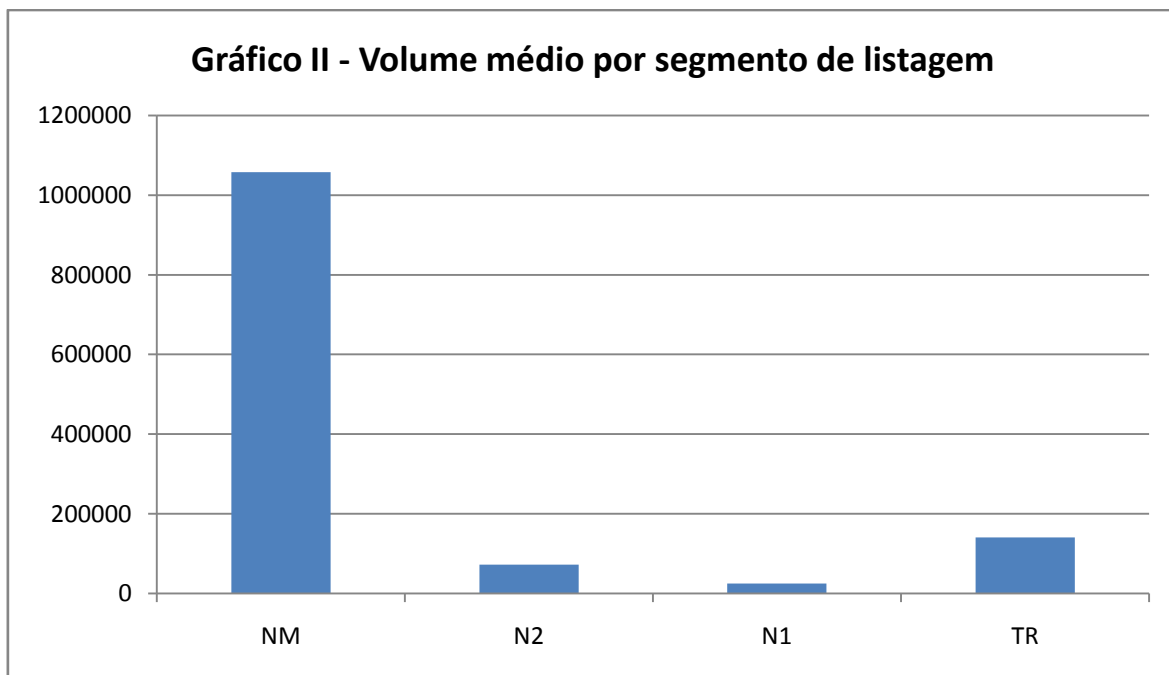
Tabela II²			
Empresas que mudaram de segmento de listagem	Nível anterior	Data de mudança	Nível atual
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.	N1	29/07/2005	NM
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	TR	27/06/2002	N2
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	TR	07/05/2008	N1
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	N1	18/08/2011	NM
EMBRAER S.A.	TR	05/06/2006	NM
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	N2	22/10/2010	NM
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	N2	23/04/2008	NM
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	N2	06/12/2010	NM
BCO PINE S.A.	N1	29/03/2012	N2
BCO SOFISA S.A.	N1	08/12/2008	N2
BCO DAYCOVAL S.A.	N1	16/05/2013	N2
KROTON EDUCACIONAL S.A.	N2	05/12/2012	NM
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	N2	11/07/2008	NM

5.2. Volumes, Preços e segmentos de listagem.

Calculando os preços e os volumes médios das negociações diárias das ações das empresas recém lançadas em bolsa, podemos chegar às diferenças das médias destes preços e dos volumes negociados entre os diferentes segmentos de listagem da Bovespa.

O volume médio e o preço médio tendem a ser mais altos quando as ações são lançadas no Novo Mercado de acordo com os dados (Gráficos II e III). Isso reflete as melhores condições vislumbradas pelos investidores sobre estas ações. O Novo Mercado é altamente atraente para a maioria dos investidores, que buscam transparência na gestão e são avessos aos abusos de poder que ocorrem com empresas que não são exemplos de Governança Corporativa.

² TR = Segmento de listagem Tradicional ; N1 = Segmento de listagem de Nível 1; N2 = Segmento de listagem de Nível 3; NM = Novo Mercado



Não é correto, porém, interpretar esse resultado sem levar em conta o aspecto temporal dos dados. As empresas listadas no Novo Mercado são, nessa amostra, a grande maioria dos indivíduos disponíveis. Tais indivíduos abriram capital em um momento em que o mercado de ações brasileiro encontrava-se em grande expansão freada apenas pela crise de 2008. O mercado nacional, na era da governança corporativa é amplo e sólido. Gerará naturalmente maiores valores de preços e volumes negociados do que os verificados com indivíduos que fecharam o capital há anos como a Ceterp ou

as estatísticas de indivíduos que há muito migraram de outros níveis para o Novo Mercado.

Ainda assim, a amostra e os resultados corroboram os estudos de outros autores mostrando que o ingresso no Novo Mercado traz benefícios como aumento de preços e de volume de negócios para as ações. (Carvalho, 2003)

Os números elevados do segmento Tradicional, por outro lado, representam a presença de firmas com preços e volumes de negociação elevados. A Petrobras S.A. e a Net Serviços de Comunicação justificam os resultados obtidos pelo segmento Tradicional.

A Petrobrás é uma das empresas mais líquidas da Bovespa e possui os maiores volumes de negociação diária na amostra. A Petrobras está listada no segmento Tradicional da Bovespa e empurra o resultado da média dessa estatística para cima.

A Net Serviços de Comunicação possui elevados preços por ação quando esteve no segmento Tradicional. Seus volumes médios negociados também foram elevados para as datas apuradas. A Net empurra a média dos preços do segmento Tradicional para cima.

Sendo assim, os resultados do segmento Tradicional devem ser interpretados novamente por sua baixa amostragem e grande representatividade de alguns poucos indivíduos. Em uma amostra pequena como a que é possível coletar das empresas que abriram seu capital nos últimos anos no Brasil, ainda é difícil se livrar desses vieses.

1. Conclusão

O trabalho realizado aqui busca entender melhor o comportamento dos prêmios de voto das empresas cujo ciclo de vida é pequeno, as empresas que realizaram sua abertura de capital recente. A disponibilidade de dados, porém, não nos permite obter resultados conclusivos.

A recente preocupação dos mercados com as práticas de maior Governança Corporativa demonstram que são diversos os benefícios trazidos às empresas e aos investidores que aderem a estes mercados. Os benefícios para os investidores são a maior transparência na gerência das firmas, maiores garantias dos direitos dos acionistas minoritários, pagamentos de dividendos mínimos de 25% dos lucros realizados, entre outros. Para as empresas, verifica-se elevação dos preços das ações e dos volumes negociados, maior liquidez nos mercados de ações, maior valor de mercado para as firmas, maior volatilidade dos preços das ações e maior capacidade de financiamento sem a criação de dívidas, via emissão de ações.

As recentes emissões de novas ações estão concentradas no segmento de listagem do Novo Mercado na Bovespa, impedindo que sejam feitos testes representativos sobre dados de prêmios de voto. Com uma amostra reduzida, não se pode garantir a qualidade dos resultados.

As análises feitas via manipulação de médias indicam correlação negativa entre as diferenças percentuais entre os volumes médios das ações ordinárias e preferenciais e os prêmios de voto médios. Esse resultado indica que empresas cujas ações ordinárias são pouco negociadas em relação às preferenciais tendem a ter maiores prêmios de voto.

Esse resultado condiz com a teoria de que os acionistas majoritários, disputando ações ordinárias no mercado, com vistas a extrair benefícios privados do controle empresarial, não comercializam seu estoque de ações, tornando-as escassas no mercado e acirrando as disputas internas nas empresas. Ainda, quando uma ação possui maior volume de negociação diário, a disputa marginal por cada ação deve cair, tornando seu preço mais próximo do verificado pela ação preferencial.

Torna-se importante ao concluir esta análise, ressaltar que os resultados obtidos não constituem efeitos causais e que representam apenas correlações. As empresas analisadas possuem baixa amostragem e muitos vieses como fechamento de capital falta baixa liquidez. Algumas empresas não possuem dados históricos de negociação. Ainda, a amostra contempla

uma mudança no mercado brasileiro de ações que vai de um mercado inexpressivo, estagnado e pouco relevante até um dos maiores mercados acionários do mundo.

O mercado brasileiro não oferece ambiente confortável para se estudar o comportamento dos prêmios de voto das firmas que realizaram abertura de capital em bolsa recente. Um estudo mais adiante, talvez possa responder estas e outras questões sobre lançamentos de ações. O mercado estadunidense é maduro e possui centenas de empresas com registros muito mais detalhados e completos.

Uma proposta de estudo nessa linha seria tentar explicar econometricamente os determinantes do prêmio de voto para as firmas com ciclo de vida recente.

Utilizando dados como os coletados neste trabalho, porém de uma fonte mais ampla, como é o mercado de ações estadunidense, pode-se ainda coletar informações sobre os balanços da empresa, condições de mercado em geral como também do mercado no qual a empresa se encontra, estrutura de acionistas entre outros. Variáveis de uso comum pela literatura clássica devem ser usados tais como proxys de tamanho e lucro da empresa, de estrutura de acionistas, acionistas governamentais ou não, dívida sobre ativo, liquidez das ações.

Montaria-se uma base de dados em painel com dummies para cada mês de amostragem e dummies para trimestres. Apenas com essa regressão poder-se-ia montar um panorama da evolução dos prêmios de voto das ações das empresas com abertura de capital recente.

A partir desse panorama, algumas perguntas poderiam ser sanadas, testando se a evolução do prêmio de voto é ascendente ou descendente para empresas recém lançadas em bolsa.

Para um banco de informações mais completo como é o mercado de ações estadunidense, não haveria a necessidade de restringir a amostra às aberturas de capital recentes, mas poder-se-ia aplicar os modelos aos dados de aberturas de capital de empresas já maduras, mas que são disponibilizados com maior acurácia.

2. Tabelas

Tabela III – Firmas consideradas

NOME	CODIGO	IPO	NIVEL	Data de Migração	NIVEL
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.	CYRE	07/07/1994	N1	29/07/2005	NM
MAKRO ATACADISTA S/A	MAKR	25/05/1995	NM	-	NM
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	PCAR	22/09/1995	N1	-	N1
CETERP-CENTRAIS TELE. DE RIBEIRAO PRETO	CETE	31/01/1996	TR	-	TR
ELEVADORES ATLAS SCHINDLER S.A.	ELAT	04/10/1996	NM	-	NM
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NETC	01/11/1996	TR	27/06/2002	N2
BOMPREGO S.A. SUPERMERCADOS DO NORDESTE	BPCO	07/11/1996	TR	-	TR
UNIBANCO UNIAO BCOS BRASILEIROS SA	UBBR	21/05/1997	N1	-	N1
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	CPLE	29/07/1997	TR	07/05/2008	N1
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	UGPA	10/06/1999	N1	18/08/2011	NM
FIBRIA CELULOSE S.A.	FIBR	13/04/2000	NM	-	NM
IDEIASNET S.A.	IDNT	08/06/2000	NM	-	NM
EMBRAER S.A.	EMBR	20/07/2000	TR	05/06/2006	NM
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	PETR	10/08/2000	TR	-	TR
CCR S.A.	CCRO	01/02/2002	NM	-	NM
CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	SAPR	05/03/2002	TR	-	TR
NATURA COSMETICOS S.A.	NATU	26/05/2004	NM	-	NM
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOLL	24/06/2004	N2	-	N2
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALLL	25/06/2004	N2	22/10/2010	NM
CPFL ENERGIA S.A.	CPFE	29/09/2004	NM	-	NM
GRENDENE S.A.	GRND	29/10/2004	NM	-	NM
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA	19/11/2004	NM	-	NM
PORTO SEGURO S.A.	PSSA	22/11/2004	NM	-	NM
RENAR MACAS S.A.	RNAR	28/02/2005	NM	-	NM
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	RENT	23/05/2005	NM	-	NM
TAM S.A.	TAMM	14/06/2005	N2	-	N2
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENBR	13/07/2005	NM	-	NM
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	OHLB	15/07/2005	NM	-	NM
BANCO NOSSA CAIXA S.A.	BNCA	28/10/2005	NM	-	NM
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	CSAN	18/11/2005	NM	-	NM
UNIVERSO ONLINE AS	UOLL	16/12/2005	N2	-	N2
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	CSMG	08/02/2006	NM	-	NM
VIVAX AS	VVAX	08/02/2006	N2	-	N2
GAFISA S.A.	GFSA	17/02/2006	NM	-	NM
BROOKFIELD SAO PAULO EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS SA	CPNY	02/03/2006	NM	-	NM

NOME	CODIGO	IPO	NIVEL	Data de Migração	NIVEL
TOTVS S.A.	TOTS	09/03/2006	NM	-	NM
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQTL	03/04/2006	N2	23/04/2008	NM
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	VLID	27/04/2006	NM	-	NM
CSU CARDSYSTEM S.A.	CARD	02/05/2006	NM	-	NM
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	AGRO	02/05/2006	NM	-	NM
LUPATECH S.A.	LUPA	15/05/2006	NM	-	NM
DATASUL AS	DSUL	02/06/2006	NM	-	NM
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	MMXM	21/07/2006	NM	-	NM
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO SA	ABYA	27/07/2006	NM	-	NM
MEDIAL SAUDE AS	MEDI	22/09/2006	NM	-	NM
KLABIN SEGALL AS	KSSA	09/10/2006	NM	-	NM
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	STBP	13/10/2006	N2	-	N2
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	MDIA	18/10/2006	NM	-	NM
BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	BISA	23/10/2006	NM	-	NM
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	PFRM	26/10/2006	NM	-	NM
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TAEF	27/10/2006	N2	-	N2
VANGUARDA AGRO S.A.	VAGR	22/11/2006	NM	-	NM
POSITIVO INFORMATICA S.A.	POSI	11/12/2006	NM	-	NM
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	LPSB	18/12/2006	NM	-	NM
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDGR	26/01/2007	NM	-	NM
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RDNI	31/01/2007	NM	-	NM
CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIARIO SA	CCIM	31/01/2007	NM	-	NM
TECNISA S.A.	TCSA	01/02/2007	NM	-	NM
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	IGTA	07/02/2007	NM	-	NM
SAO MARTINHO S.A.	SMTT	12/02/2007	NM	-	NM
GVT HOLDING AS	GVTT	16/02/2007	NM	-	NM
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	AEDU	12/03/2007	N2	06/12/2010	NM
JBS S.A.	JBSS	29/03/2007	NM	-	NM
BCO PINE S.A.	PINE	02/04/2007	N1	29/03/2012	N2
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN	02/04/2007	NM	-	NM
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BRML	05/04/2007	NM	-	NM
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FHER	12/04/2007	NM	-	NM
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF	12/04/2007	NM	-	NM
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	FRIO	13/04/2007	NM	-	NM
BEMATECH S.A.	BEMA	19/04/2007	NM	-	NM
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CRDE	23/04/2007	NM	-	NM
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS SA	AGIN	26/04/2007	NM	-	NM
CREMER S.A.	CREM	30/04/2007	NM	-	NM
BCO SOFISA S.A.	SFSA	02/05/2007	N1	08/12/2008	N2
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	VIVR	06/06/2007	NM	-	NM

NOME	CODIGO	IPO	NIVEL	Data de Migração	NIVEL
PARANA BCO S.A.	PRBC	14/06/2007	N1	-	N1
SLC AGRICOLA S.A.	SLCE	15/06/2007	NM	-	NM
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	LOGN	21/06/2007	NM	-	NM
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTC	22/06/2007	NM	-	NM
BCO CRUZEIRO SUL AS	CZRS	26/06/2007	N1	-	N1
BCO DAYCOVAL S.A.	DAYC	29/06/2007	N1	16/05/2013	N2
MARFRIG ALIMENTOS S/A	MRFG	29/06/2007	NM	-	NM
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TGMA	03/07/2007	NM	-	NM
BCO INDUSVAL S.A.	IDVL	12/07/2007	N2	-	N2
REDECARD AS	RDCD	13/07/2007	NM	-	NM
BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	BHGR	16/07/2007	NM	-	NM
MINERVA S.A.	BEEF	20/07/2007	NM	-	NM
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRVE	23/07/2007	NM	-	NM
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROT	23/07/2007	N2	05/12/2012	NM
ACUCAR GUARANI AS	ACGU	23/07/2007	NM	-	NM
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TPIS	23/07/2007	NM	-	NM
BCO ABC BRASIL S.A.	ABCB	25/07/2007	N2	-	N2
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	SGPS	27/07/2007	NM	-	NM
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	PRVI	27/07/2007	NM	-	NM
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULT	27/07/2007	N2	-	N2
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GSHP	30/07/2007	NM	-	NM
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTC	30/07/2007	N2	11/07/2008	NM
DURATEX S.A.	DTEX	21/09/2007	NM	-	NM
SUL AMERICA S.A.	SULA	05/10/2007	N2	-	N2
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICB	15/10/2007	N1	-	N1
TRISUL S.A.	TRIS	15/10/2007	NM	-	NM
CONSTRUTORA TENDA AS	TEND	15/10/2007	NM	-	NM
SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A.	SEBB	18/10/2007	N2	-	N2
MARISA AS	MARI	22/10/2007	NM	-	NM
BOVESPA HOLDING S.A.	BOVH	26/10/2007	NM	-	NM
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	BBRK	29/10/2007	NM	-	NM
AMIL PARTICIPACOES AS	AMIL	29/10/2007	NM	-	NM
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HBOR	29/10/2007	NM	-	NM
BCO PANAMERICANO S.A.	BPNM	19/11/2007	N1	-	N1
BOLSA MERCADORIAS FUTUROS BMF SA	BMEF	30/11/2007	NM	-	NM
ENEVA S.A	ENEV	14/12/2007	NM	-	NM
TEMPO PARTICIPACOES S.A.	TEMP	19/12/2007	NM	-	NM
NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	NUTR	13/02/2008	NM	-	NM
HYPERMARCAS S.A.	HYPE	18/04/2008	NM	-	NM
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	LLIS	28/04/2008	NM	-	NM
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	OGXP	13/06/2008	NM	-	NM

NOME	CODIGO	IPO	NIVEL	Data de Migração	NIVEL
CIELO S.A.	CIEL	29/06/2009	NM	-	NM
TIVIT TERCEIRIZACAO PROCESSOS SERVICOS TECNOLOGIA AS	TVIT	30/04/2008	NM	-	NM
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	SANB	07/10/2009	N2	-	N2
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	CTIP	28/10/2009	NM	-	NM
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	DIRR	05/05/2008	NM	-	NM
FLEURY S.A.	FLRY	17/12/2009	NM	-	NM
ALIANSC E SHOPPING CENTERS S.A.	ALSC	08/01/2008	NM	-	NM
MULTIPLUS S.A.	MPLU	05/02/2010	NM	-	NM
BR PROPERTIES S.A.	BRPR	22/10/2007	NM	-	NM
OSX BRASIL S.A.	OSXB	22/03/2010	NM	-	NM
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	ECOR	01/04/2010	NM	-	NM
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	MILS	16/04/2010	NM	-	NM
JSL S.A.	JSLG	22/04/2010	NM	-	NM
RENOVA ENERGIA S.A.	RNEW	13/07/2010	N2	-	N2
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	H RTP	25/10/2010	NM	-	NM
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A	BRIN	01/11/2010	NM	-	NM
RAIA AS	RAIA	27/02/2008	NM	-	NM
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	ARZZ	02/02/2011	NM	-	NM
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	SSBR	03/02/2011	NM	-	NM
AUTOMETAL S.A.	AUTM	07/02/2011	NM	-	NM
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	QGEP	09/02/2011	NM	-	NM
INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	IMCH	09/03/2011	NM	-	NM
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	SHOW	13/04/2011	NM	-	NM
MAGAZINE LUIZA S.A.	MGLU	02/05/2011	NM	-	NM
BRASIL PHARMA S.A.	BPHA	27/06/2011	NM	-	NM
QUALICORP S.A.	QUAL	29/06/2011	NM	-	NM
TECHNOS S.A.	TECN	01/07/2011	NM	-	NM
ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	ABRE	26/07/2011	N2	-	N2
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	LCAM	23/04/2012	NM	-	NM
BCO BTG PACTUAL S.A.	BPAC	26/04/2012	TR	-	TR
UNICASA INDÚSTRIA DE MÊVEIS S.A.	UCAS	27/04/2012	NM	-	NM
LINX S.A.	LINX	08/02/2013	NM	-	NM
SENIOR SOLUTION S.A.	SNSL	08/03/2013	NM	-	NM
BIOSEV S.A.	BSEV	08/08/2012	NM	-	NM
ALUPAR INVESTIMENTOS S/A	ALUP	24/04/2013	N2	-	N2
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	BBSE	29/04/2013	NM	-	NM
SMILES S.A.	SMLE	29/04/2013	NM	-	NM
GAEC EDUCAÇÃO S.A.	ANIM	28/10/2013	NM	-	NM
SER EDUCACIONAL S.A.	SEER	29/10/2013	NM	-	NM

3. BIBLIOGRAFIA

NOVAES, WALTER, 2013: “Intervenções Governamentais em Crises Econômicas: Impacto sobre o Prêmio do Voto”, workingpaper.

RYDQVIST, KRISTIAN, 1988: “Empirical Investigation of the Voting Premium”, workingpaper.

ZINGALES, LUIGI, 1994: “The Value of the Voting Right: A Study of the Milan StockExchange Experience,” Review of Financial Studies, vol.7: 125-148.

ZINGALES, LUIGI, 1995: ”What Determines the Value of Corporate Votes?”, QuarterlyJournal of Economics, 110: 1047-1073.

NENOVA, TATIANA, 2003: “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis”, Journal of Financial Economics 68: 325-351.

CARVALHO, ANTONIO G. DE, 2003: “Efeitos da Migração Para Os Níveis De Governança Da Bovespa.”, workingpaper.

VILLA, MARCIANO, 2009: “Níveis de Governança Corporativa. A Evolução no Valor de Mercado das Empresas.”, workingpaper.

MARTIN, BRUNA C., 2008: “Migração de Empresas já Listadas na Bovespa Para o Nível Máximo de Governança Corporativa.”, workingpaper.