



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO  
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E GERENCIAIS**

**A ABERTURA DE CAPITAL E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS:  
Uma análise econômica e financeira dos processos de IPO's no Brasil após o  
ano de 2007**

**MONOGRAFIA DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**FILIPE SOARES DOS SANTOS**

**Mariana  
DECEG / ICSA / UFOP  
2016**

**Filipe Soares dos Santos**

**A ABERTURA DE CAPITAL E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS:  
Uma análise econômica e financeira dos processos de IPO's no Brasil após o  
ano de 2007**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas do Instituto de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal de Ouro Preto como parte dos requisitos para a obtenção do título de bacharel em Economia.

**Orientador: Thiago de Sousa Barros**

**Mariana  
DECEG / ICSA / UFOP  
2016**

Catálogo na fonte: Bibliotecário: Essevalter de Sousa - CRB6a. - 1407 - essevalter@sisbin.ufop.br

S237a Santos, Filipe Soares dos

A abertura de capital e o desempenho das empresas:  
uma análise econômica e financeira dos processos de  
IPO's no Brasil após o ano de 2007 [CD-ROM] Filipe  
Soares dos Santos.-Mariana, MG, 2016.  
1 CD-ROM; 4 3/4 pol.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade  
Federal de Ouro Preto, Instituto de Ciências Econômicas  
e Gerenciais DECEG/ICSA/UFOP

1. Ações (Finanças) - Teses. 2. MEM. 3. Retornos de  
escala - Teses. 4. Monografia. I.Barros, Thiago de  
Sousa. II.Universidade Federal de Ouro Preto - Instituto  
de Ciências Sociais Aplicadas - Departamento de Ciências  
Econômicas e Gerenciais. III. Título.

CDU: Ed. 2007 -- 330.322  
: 15  
: 1415733

Filipe Soares dos Santos

Curso de Ciências Econômicas - UFOP

A abertura de capital e o desempenho das empresas: Uma análise econômica e financeira dos processos de IPO's no Brasil após o ano de 2007

Trabalho apresentado ao Curso de Ciências Econômicas do Instituto de Ciências Sociais e Aplicadas (ICSA) da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Msc. Thiago de Sousa Barros.

Banca Examinadora:



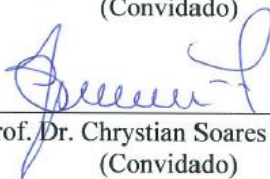
---

Prof. Msc. Thiago de Sousa Barros  
(Orientador)



---

Profa. Msc. Getúlio Alves de Souza Matos  
(Convidado)



---

Prof. Dr. Chrystian Soares Mendes  
(Convidado)

Mariana-MG, 19 de agosto de 2016.

*“Apesar dos nossos defeitos, precisamos enxergar que somos pérolas únicas no teatro da vida e entender que não existem pessoas de sucesso e pessoas fracassadas. O que existem são pessoas que lutam pelos seus sonhos ou desistem deles.”  
(Augusto Cury)*

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a **DEUS** em primeiro lugar pela conquista da graduação e por ter me proporcionado sua graça, misericórdia e força, atos que me auxiliaram nesta jornada e que moveu barreiras me levando a viver momentos maravilhosos nestes anos.

A minha **MÃE**, pelo carinho e motivação, não poupando meios para ajudar e por dedicar tempo e paciência com intuito de mostrar-me as mudanças da vida e além de tudo, amar-me incondicionalmente.

A minha **FAMÍLIA**, que me apoiaram e proporcionaram estruturas suficientes para conquistar os meus objetivos. Faço aqui lembradas.

Os **AMIGOS** integrantes da Tuma de Economia 11.2, com os quais compartilhei bons anos de amizade, companheirismo, aprendizado, acolhimento e amadurecimento.

Aos **PROFESSORES** do Curso de Ciências Econômicas, que ao se dedicarem ao ensino proporcionaram uma bagagem que excede a formação acadêmica, formando pessoas com capacidade para posicionarem neste mundo e poderem tentar modificá-lo.

Em **ESPECIAL** ao meu professor Thiago de Sousa Barros, que se disponibilizou ao árduo trabalho de me orientar nesta monografia, transferindo um vasto conhecimento, exemplo e cobrança. Ao professor Leonardo Gomes de Deus deixo meu agradecimento sincero pelo exemplo de didática e pela inspiração e motivação que me foi dada nos diálogos.

## SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS .....	v
LISTA DE TABELAS .....	v
LISTA DE GRÁFICOS .....	v
LISTA DE QUADROS .....	v
LISTA DE SIGLAS .....	vi
RESUMO .....	vii
ABSTRACT .....	vii
1. INTRODUÇÃO .....	10
2. A ESTRUTURA DE CAPITAL .....	12
3. O MERCADO DE CAPITAIS E AS AÇÕES .....	14
<b>3.1 Mercado de Capitais</b> .....	14
<b>3.2 Ações</b> .....	16
4. A PRIMEIRA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES E SEUS EFEITOS .....	18
<b>4.1 Initial Public Offering (IPO)</b> .....	18
4.1.1 Custos Diretos do IPO .....	21
4.1.2 Custos Indiretos de IPO .....	22
<b>4.2 Efeitos do IPO: Resultados Encontrados na Literatura Contemporânea</b> .....	23
5. METODOLOGIA .....	27
6. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	32
<b>6.1 Estatísticas Descritivas</b> .....	32
<b>6.2 Retornos e Volatilidades</b> .....	35
7. CONCLUSÃO .....	40
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	41

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Linha do Tempo para Precificação de um IPO.....	20
--	----

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Amostra da Pesquisa com Classificação Setorial, Data do IPO e Preço de Lançamento por Ação.....	28
Tabela 2 – Estatística Descritiva dos Dados das Empresas que realizaram IPO no Ano de 2007.....	33
Tabela 3 – Volume total de Participação dos Investidores.....	33
Tabela 4 – Estatística descritiva do volume total de participação dos investidores.....	34
Tabela 5 – Retornos Médios das Novas Ações e do Ibovespa.....	36
Tabela 6 – Volatilidade das Novas Ações e do Ibovespa.....	38

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 – Quantidade de Empresas que realizaram o IPO.....	27
Gráfico 2 – Volume Total por Setor.....	34
Gráfico 3 – Número Total de Investidores por Setor.....	35

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Fontes de Financiamento.....	13
Quadro 2 – Representação do Mercado de Bolsa.....	16
Quadro 3 – Fontes de Rendimentos.....	17



## **LISTA DE SIGLAS**

ASC – Aftermarket Short Covering

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FIDC – Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios

IBGC – Instituto Nacional de Governança Corporativa

IPO – Initial Public Offering

M&M – Modigliani e Miller

OPA – Oferta Pública de Aquisição

## **RESUMO**

Esta pesquisa teve por objetivo analisar o desempenho das ações das empresas após a abertura de capital no mercado financeiro brasileiro no ano de 2007, bem como os reflexos e desdobramentos dessas operações no valor intrínseco de suas ações. O estudo utilizou-se de fontes de dados extraídas da bolsa de valores brasileira (BM&FBovespa) e, através de uma amostra de 26 empresas (dos cinco setores que mais fizeram IPO no ano de 2007), foram estimados os retornos e volatilidades no período de 1, 30, 90, 180 e 360 dias. Os resultados auferidos apontam um IPO mais lucrativo até 180 dias, o que se contraria no período compreendido de 360 dias, isso frente ao Ibovespa (a média do mercado). Deste modo, portanto, as empresas demonstram uma rentabilidade maior dos seus ativos sem causar prejuízos aos acionistas no curto prazo. Enquanto que na outra vertente, as empresas recorreram a grandes prejuízos e históricos de queda nos preços das ações intrínsecas nas mesmas no tempo de 360 dias.

**Palavras-chave: Primeira Oferta Pública de Ações, Retorno, Volatilidade.**

## **ABSTRACT**

This research aimed to analyze the performance of company stock after the IPO in the Brazilian financial market in 2007, as well as the reflections and consequences of these operations on the intrinsic value of their shares. The study used the extracted data sources of the Brazilian stock exchange (BM & FBovespa) and through a sample of 26 companies (the five sectors that made IPO in 2007), returns and volatilities were estimated for the period 1, 30, 90, 180 and 360 days. The results received indicate a more lucrative IPO up to 180 days, which is contrary in the period of 360 days, that against the Ibovespa (the market average). Thus, therefore, companies demonstrate a higher profitability of its assets without causing losses to shareholders in the short term. While on the other side, companies have resorted to large losses and drop in the intrinsic historical stock prices in the same time of 360 days.

**Keywords: Initial Public Offering, Return, Volatility**

# 1 INTRODUÇÃO

A primeira oferta pública de ações (*Initial Public Offering*, daqui em diante designada IPO) é uma fonte de recurso de capital para as empresas, dado que elas vendem suas ações ao público em geral, numa bolsa de valores, pela primeira vez, e utilizam esses recursos para realizar seus investimentos.

Conforme Aldrighi et al (2009), a retomada de lançamentos de IPO's no Brasil no ano corrente de 2007, resultou em 64 empresas, que, concomitantemente detiveram cerca de R\$ 55 bilhões. Ainda de acordo com o autor, entre os fatores responsáveis pela exuberância do mercado de IPO's destacam-se os sólidos fundamentos macroeconômicos da economia brasileira; os avanços econômicos nas reformas microeconômicas; a farta liquidez internacional; e a criação, em 2000, dos níveis diferenciados de exigências de governança corporativa pela Bovespa.

Em 2007, o mercado de IPO's atingiu níveis recordes de números de operações, de volume financeiro, de número de investidores e ações que mais se valorizaram no seu dia de estreia. Durante o período, alguns cenários cooperaram para esclarecer o sucesso do mercado de IPO's, como podem ser verificadas pelo crescimento da atividade econômica vivenciada na época, como a inflação sobre controle, as taxas de juros em declínio e o crédito se expandindo.

Segundo Decezaró (2008), diversas empresas de capital fechado começaram a se interessar em ofertar publicamente seus títulos decorrentes das ondas de sucessos nos IPO's. Contudo, o autor ressalta que abrir o capital pode representar efeitos contraditórios ao esperado. A exposição ao risco é grande e a decisão deverá ser tomada com base em análises financeiras da situação da empresa.

Em face desta conjuntura, esta pesquisa propõe investigar quais foram os retornos (rentabilidade) e as volatilidades (risco) dos principais setores que abriram o capital nesse ano em relação ao Ibovespa que é a média do mercado pra as demais empresas listadas na bolsa. Dessa forma, esta monografia procurar responder as seguintes questões: Quais as alterações ocorridas nos retornos e nas volatilidades das empresas que abriram capital no Brasil, levando em consideração os períodos de 1, 30, 90, 180 e 360 dias? Essas firmas apresentaram retornos superiores ao Índice Ibovespa (que representa o comportamento do mercado de ações brasileiro)?

Responder estes problemas de pesquisa é de extrema importância e, para isso, no capítulo 2 deste trabalho foi delimitado o arcabouço teórico no que tange a estrutura de capital

das empresas que é a composição das fontes de recursos das empresas (capitais próprios ou de terceiros) para financiar os investimentos da firma. O capítulo 3 descreve o mercado de capitais como mecanismo fundamental de captação de recursos para investimentos, além de estimular a consolidação da poupança privada, e de informar as características das ações.

O capítulo 4 focalizou na definição de como é feita a primeira oferta pública de ações e seus efeitos frente às companhias, além de apresentar estudos que foram realizados com essa temática de forma a comparar os possíveis resultados que este estudo apresentou. No capítulo 5 é apresentada a metodologia, que se utilizou de uma amostra composta por 27 empresas dos quatro setores que tiveram maior IPO no ano de 2007 no Brasil e de ferramentas estatísticas para realizar um tratamento descritivo dos dados e analisar o retorno e o risco dessas ações no curto prazo (até um ano) em face do Ibovespa.

O capítulo 6 condensa a análise de resultados onde são apresentados os principais achados deste estudo, capítulo de extrema importância desta pesquisa que permite fazer deduções, após aplicações de natureza metodológica, acerca dos resultados obtidos e especificar com rigor analítico, tendo em conta os objetivos delineados por esta pesquisa. E, por fim, o capítulo 7: a conclusão, que é um compêndio geral de tudo que foi tratado nesta pesquisa com uma ênfase maior sobre as limitações e contribuições deste estudo.

## 2 A ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital é definida como a combinação eficiente das principais fontes de financiamento (capital próprio e capital de terceiros), em que as receitas são maximizadas e seus custos são minimizados (BATISTA et al, 2005).

Sobre essa mesma linha de pensamento entende-se que:

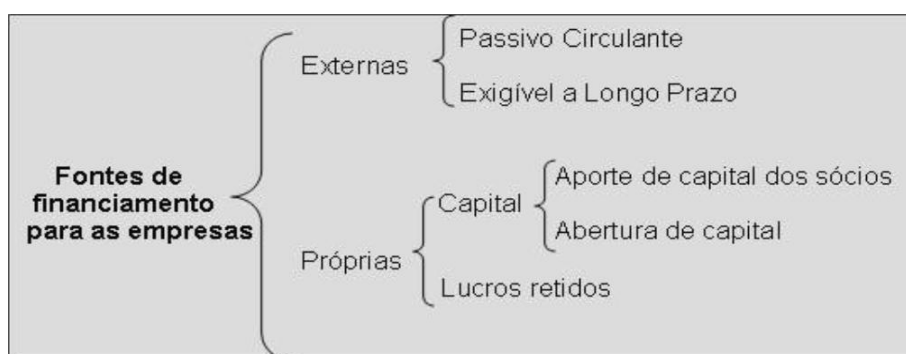
A estrutura de capital se refere à proporção de capital próprio e de terceiros que uma firma usa para financiar suas operações. De acordo com as teorias convencionais, mediante uma combinação adequada das fontes de financiamento, uma empresa pode definir um valor mínimo para seu custo total de capital, que maximiza a riqueza dos acionistas (OLIVEIRA et al, 2012, p.06).

Segundo Neto (2013) diferentes empresas dentro de um mesmo setor de negócios podem manifestar estruturas financeiras distintas, optando por maior endividamento ou maior participação de capital próprio. Sendo assim, a decisão de estrutura de capital altera o risco financeiro da companhia.

Diferentes teorias vêm sendo construídas a fim de investigar as perspectivas relacionadas à estrutura de capital das empresas, desde os estudos desenvolvidos por Modigliani e Miller (M&M), no ano de 1958. Dentre as diversas teorias que abordam a teoria de finanças corporativas, a *Static Tradeoff Hypothesis* (Modigliani e Miller, 1963; Miller, 1977; DeAngelo e Masulis, 1980), a *Agency Cost Framework* (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Myers e Majluf, 1984; Jensen, 1986), a *Signaling Framework* (Ross, 1977) e a *Pecking Order Hypothesis* (Myers, 1984) possuem uma relevância significativa, uma vez que levaram à análise sobre o nível de endividamento frente aos seus respectivos custos.

A estrutura de capital é fundamental para o crescimento e desenvolvimento das empresas, devido à necessidade dessas firmas de captarem novas fontes de recursos a fim de financiarem suas operações e alargarem seus negócios, estando estas num cenário de grande competitividade (BARRROS, 2014). Nesse processo de captação de recursos a fim de financiar os investimentos, as empresas se veem diante de dois tipos de fontes de capital: o capital próprio e o capital de terceiros. O esquema a seguir demonstra de forma sintética as origens de capitais que financiam as atividades das firmas (Quadro 1):

## Quadro 1 – Fonte de Financiamentos



Fonte: Souza (2014, p.16)

O capital de terceiros compreende o financiamento por meio de uma obrigação sendo o empréstimo bancário uma das formas deste tipo de capital. As origens de capitais de terceiros ficam registradas no passivo circulante e não circulante, amalgamando as dívidas de curto e longo prazo (SOUZA, 2014).

É qualquer tipo de fundo obtido pela empresa via empréstimos, crédito junto a fornecedores e outros recursos onerosos que sejam obtidos através de uma entidade alheia a empresa, ou seja, o capital de terceiros é formado pelas diversas dívidas onerosas contraídas pela empresa (FILHO et al, 2011, p.71).

No Brasil, o principal responsável por financiamento de longo prazo é o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Social) que possui como foco as áreas de infraestrutura, industrial, comércio exterior e inclusão social, e opera, direta ou indiretamente, por meio de agentes financeiros públicos ou privados credenciados pelas instituições financeiras (FORTUNA, 2013).

Sobre outra ótica, o capital próprio representa as reservas de lucros e lucros acumulados da empresa, somados ao patrimônio líquido, que compreende o capital investido pelos sócios (sejam através quotas ou participações acionárias), fonte de recursos que podem ser ampliados via emissão de ações decorrentes de uma abertura de capital, uma vez que ao emití-las no mercado de capitais atraem investidores e expandem seus respectivos patrimônios líquidos (SOUZA, 2014).

A partir dessa possível definição, Oliveira et al (2011) destacam:

No que se refere à classificação do capital em relação à sua procedência, o capital próprio pode ser definido como “recursos dos acionistas” e desta forma, a expectativa de retorno destes acaba por configurar como a taxa mínima de retorno que a empresa deve buscar na aplicação destes recursos (OLIVEIRA et al, 2011, p.71).

Cabe salientar que este trabalho propõe à investigação das *ações*, importante fonte de capital próprio, em especial dos processos de IPO, que se referem ao fato da empresa emitir

pela primeira vez esse tipo de títulos e o oferecê-los ao mercado. Como esses papéis são transacionados nas Bolsas de Valores, possuem características específicas e a próxima seção introduz o mercado de capitais e os atributos das ações.

### **3 O MERCADO DE CAPITAIS E AS AÇÕES**

#### **3.1 Mercado de Capitais**

O mercado de capitais é um mecanismo de distribuição cujo propósito é dar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas, bem como viabilizar o seu processo de capitalização. Detém como principais organismos as bolsas de valores, as sociedades corretoras e as diversificadas instituições financeiras autorizadas.

De acordo com Pinheiro (2009, p.174):

O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.

Desta mesma maneira, o mercado de capitais possui como objetivo direcionar o capital e a poupança da sociedade para as empresas, gerando uma espécie de círculo virtuoso, uma vez que estes investimentos contribuem para o crescimento econômico, ocasionando aumento da renda. Por este motivo, os países mais desenvolvidos possuem mercados de capitais mais dinâmicos, diversificados e fortalecidos (QUIRINO, 2012).

O mercado de capitais, conforme Pinheiro (2009) surgiu a partir do momento em que o mercado de crédito deixou de atender a atividade produtiva no que envolve garantir um fluxo de recursos sobre as condições ajustadas em termos de prazos, custos e exigibilidades. O autor ainda ressalta que este mercado firmou-se em dois princípios: concorrer para o desenvolvimento econômico e autorizar e/ou guiar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseando-se numa economia de mercado com participação coletiva de forma ampla na riqueza e resultado da economia.

Enquanto Pereira (2013) apregoa que o mercado acima delineado exerce, atualmente, papéis de suma importância no desenvolvimento econômico de um país, sendo propulsor de capitais para investimentos, além de estimular a criação de uma poupança privada e permissão de uma estruturação societária que tem base na economia de mercado.

Fortuna (2013) afirma que o mercado de capitais, também chamado de mercado de ações, se mostra segmentado através de duas maneiras: i) Mercado Primário – em que se propõe a submissão de novas ações ao público, no qual os valores mobiliários circulam pela primeira vez e, conseqüentemente, no qual as empresas obtêm o capital para investir em seus empreendimentos, pois o dinheiro da venda vai para a empresa; e ii) Mercado Secundário – onde ocorre a transferência de títulos entre investidores e/ou instituições sem que altere a situação financeira da empresa que emitiu o título no mercado primário.

Sob este enfoque, Pires (2011) ressalta a importância dos bancos de investimentos como instituições pertencentes ao mercado primário. Salienta ainda, que estes tipos de bancos operam como intermediários entre as empresas e potenciais investidores, além de aconselhar as firmas sobre o tipo de produto a emitir e ser responsáveis pelo marketing e venda dos títulos. No que tange o mercado secundário, Gollo (2009) considera que os mercados secundários devem necessariamente possuir as seguintes características: transparência quanto ao acesso fácil e livre a informação pontual e exata sobre preços e volumes negociados, oferta e demanda; liquidez no âmbito de facilidade de comprar e vender ações com pouco risco de perda de capital, e eficiência.

Antes da década de 60, o mercado de capitais possuía pouca expressão no contexto brasileiro e, a partir de 1964 com a reestruturação do mercado financeiro e sua legislação, este panorama começa a modificar-se. O início da década de 70 foi marcado pelo movimento especulativo, conhecido como “boom de 71”. Algumas modificações a partir de 1976, até que na década de 1990, com o Plano Governo Collor, foi acelerado o processo de abertura da economia brasileira, o que ocasionou um aumento na participação de investidores estrangeiros em mercados acionários brasileiros. Apesar disso, o mercado ainda se mostrava pouco expressivo até que, em 2002, foi criado movimento Ação Cívica pelo Desenvolvimento do Mercado de Capitais, que fez com que o Brasil alcançasse um crescimento vertiginoso do mercado de capitais (PINHEIRO, 2009).

Diante deste cenário, especificamente a partir do ano de 2000, a Bovespa cria um Novo Mercado, com o intuito de assumir uma nova representação do mercado de bolsa, fundamentado em uma agregação de normas de conduta direcionadas para empresas, administradores e controladores. Esta nova representação nos remete a três tipos de mercados, destacando assim suas principais características:



## Quadro 2 – Representação do Mercado de Bolsa

<i>Tipos de Mercado</i>	<i>Características</i>
Tradicional/Nível 1	Possui padrões intermediários de governança, melhora quanto à dispersão de oferta de ações com adoção de novos mecanismos e sua informação inerente ao mercado. As empresas listadas no segmento Nível 1 devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores.
Tradicional/Nível 2	Contém um alto padrão de governança, em que as empresas e controladores assumem um conjunto bem mais amplo de práticas de administração corporativa, assim como, o aumento de deveres para os acionistas minoritários.
Novo Mercado	Assume o terceiro tipo de mercado de bolsa, aderindo padrões superiores de governança, possibilitando ao acionista minoritário participação no Conselho de Administração, composto por no mínimo cinco membros para a realização de ofertas públicas que beneficiem o capital.
Bovespa Mais	Com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, a BM&FBOVESPA criou o Bovespa Mais. Idealizado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, esse segmento tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais. As empresas listadas no Bovespa Mais tendem a atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio.
Bovespa Mais Nível 2	As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de tag along de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

Fonte: Adaptado de Furtuna (2013) e Página da Bovespa

Nesse sentido, o próximo capítulo irá realizar uma caracterização sobre as ações, que são umas das opções de títulos ofertados no mercado de capitais, além de destacar seus modos de operação.

### 3.2 Ações

As ações são títulos de renda variável, pois dependem necessariamente do desempenho e capacidade de gerar lucros para a firma. São lançadas por uma empresa S.A (sociedade anônima), capaz de emití-las no mercado de capitais, e representam a menor fração do capital de uma companhia. Sua negociação se dá em mercados de bolsas e confere ao proprietário a participação nos resultados da empresa (PEREIRA, 2013).

Conforme o critério da espécie, as ações podem ser classificadas, de acordo com a natureza de direitos e vantagens que conferem aos seus titulares, em ordinárias, preferenciais ou de fruição (NETO, 2013).

As ações ordinárias proporcionam ao acionista o direito a voto em assembleia da organização e, por meio da quantidade de ações que o investidor apresentar, maior será sua influência nas decisões da empresa e participação nos lucros ou dividendos (PEREIRA, 2013).

Por outro lado, as ações preferenciais se distinguem das ordinárias tendo como característica fundamental a prioridade na obtenção de dividendos e de receber, no caso de dissolução da empresa, a sua parte. Todavia, essas ações não dão direito a voto em assembleia, sendo mais atraentes em pequenos mercados, nos quais não existe diluição do capital votante “ordinário”. Já as ações de fruição (ou de gozo) representam o montante em títulos que caberiam aos investidores em caso de dissolução da companhia (NETO, 2013).

Na expectativa de proventos ou remunerações das ações, o quadro abaixo destaca:

**Quadro 3 – Fontes de Rendimentos**

<i>Rendimentos das Ações</i>	<i>Descrição</i>
Dividendos	Representam a distribuição de lucros auferidos pela empresa aos seus acionistas, sendo pagos normalmente em dinheiro. São estabelecidos em Assembleia com os acionistas em função do lucro obtido, com mínimo de participação de 25% do lucro líquido.
Bonificações	É um direito de o acionista receber ações, proporcionais aos títulos já possuídos, em decorrência do aumento de capital de uma empresa mediante a incorporação de reservas.
Juros sobre o capital próprio	Equivalem aos dividendos, mas com a vantagem de serem dedutíveis do lucro tributável da empresa. O valor pago como juros sobre capital próprio é calculado ao aplicar a taxa de juro de longo prazo (TJLP) sobre o Patrimônio Líquido da empresa.

Fonte: Adaptado de Pereira (2013) e Página da Bovespa

Feitas tais considerações, esta pesquisa analisará o desempenho das empresas após a abertura de capital no mercado financeiro brasileiro após o ano de 2007, bem como os reflexos e desdobramentos dessas operações no valor intrínseco de suas ações.

## 4 A PRIMEIRA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES E SEUS EFEITOS

### 4.1 Initial Public Offering (IPO)

Uma primeira oferta pública de ações pode ser compreendida como a venda de ações de uma empresa a investidores, atribuindo aos mercados públicos à função de negociação. Segundo Fanchin (2010) uma empresa decide abrir o seu capital por duas únicas razões, sendo estas a realização de planos de crescimento e provimento de liquidez para os sócios relacionados.

Conforme Cavalcante, Misumi e Rudge (2009) a abertura de capital de uma empresa se concretiza a partir do momento em que se lança um IPO de suas ações, o que leva uma companhia a deixar de ser privada e, conseqüentemente, torna-se propriedade de um conjunto de investidores. Como bem destaca BM&FBovespa (2013), no designado Guia para Abertura de Capital, o início de negociação dessas ações pode ocorrer nas bolsas de valores ou no mercado balcão.

Quanto a esta operação, Soares (2011, p. 23) afirma que:

A abertura de capital pode ocorrer de duas maneiras, no mercado de valores mobiliários. A primeira é através do mercado primário (*underwriting*), no qual as ações são lançadas no mercado pela primeira vez e todo o capital obtido vai para a empresa. A segunda forma é através da distribuição secundária (*block trade*), na qual há distribuição pública de ações já existentes, detidas por acionistas ou pela empresa.

Avançando nessas considerações, Barbosa (2014) considera que a decisão de abertura de capital envolve tanto a consideração de aspectos técnicos do mercado, como existência de projetos em vista e bom momento do mercado, quanto aos aspectos subjetivos dos donos da empresa, como sua disponibilidade de assumir riscos, seu conforto com a nova realidade imposta pela abertura, entre outros fatores.

De acordo com, BM&FBovespa (2011):

Uma Companhia de Capital Aberto tem acesso às alternativas que o mercado de capitais proporciona como fonte de financiamento (fundo de direito creditório - FIDC, debêntures, emissão de ações, etc.) não disponível à empresa de capital fechado, além de usar as suas próprias ações como moeda para adquirir outras empresas. Contudo, o processo de abertura de capital pode ser longo e apresentar alguns desafios muito particulares que uma empresa precisa estar preparada para enfrentar (BM&FBovespa, 2011, p.2).

Após a abertura de capital, pode ocorrer uma divisão entre a propriedade e o controle corporativo da empresa, causando dispersão entre os participantes das ações. Com base nessa nova estrutura, são os acionistas ou administradores da firma que conduzem as diretrizes e tomadas de decisões, o que, virtualmente, irá provocar conflitos decorrentes de uma separação entre o capital e controle (SOARES, 2011, p. 25).

A abertura de capital pode ser suscetível por meio de investimentos realizados pela empresa que usa o capital, na qual captura através das ofertas primárias a fim de financiar seus projetos de expansão. Isto, por sua vez, tende a gerar novos empregos diretos e indiretos, além de estimular a demanda da companhia por suprimentos e serviços. A incerteza é que em um processo de IPO nem sempre os benefícios para os investidores e a economia se averiguam na prática. Alterações sucedidas por meio dos interesses entre empresários, bancos e investidores desviam a lógica descrita acima e o saldo do processo, em muitos casos, é até negativo (FANCHIN, 2010).

Como em qualquer processo, Casagrande Neto (1989), citado por Barbosa (2014, p.22), ressalta as vantagens e desvantagens que abarcam esse novo horizonte de investimento. As principais vantagens de um IPO, destacadas pelo autor, consistem em: i) Riscos com novos sócios referentes aos portfólios da empresa, não se limitando a uma empresa somente; ii) Conforme o crescimento da empresa pode criar uma ferramenta de capitalização de recursos que contribua na emissão de novas ações no futuro; iii) As demonstrações financeiras podem ajudar na reputação da empresa frente aos seus clientes e fornecedores, bem como reduzir as incertezas por parte dos investidores e criação de liquidez para acionistas que podem vender suas ações no mercado, independentemente de estarem de acordo com outros acionistas.

Já as desvantagens, podem ser consideradas em duas fases, que são: i) A primeira pode ser atribuída aos custos no processo de IPO, que consiste basicamente nas taxas de *underwriting*, taxas pagas a profissionais que auxiliam no processo de abertura, taxas de listagem inicial na bolsa de valores e custo indireto de desconto de preço inicial, mais conhecido como *underpricing*. ii) A segunda seria pós-abertura, buscando nos custos diretos forma de se manter dentro de conjunto de regulação e de governança corporativa, taxas com auditores, taxas anuais de listagem e custo indireto de transação.

A fixação de um preço acertado deverá ser feito com cautela, pois precisa garantir que todas as ações sejam vendidas, baseando sobre estimação de preço, ou vendendo ações com preços muito inferiores, fazendo com que a companhia não perca o que realmente vale.

Destaca-se como um dos métodos de precificação o *Bookbuilding*<sup>1</sup>, em que a instauração do preço ocorre por meio de uma otimização quanto às intenções de compra por parte dos amplos e experientes investidores, que laçam preços fictícios baseando-se no que creem que a empresa possui como valor, e é após esses valores que o *underwriter*<sup>2</sup>, forma seu preço inicial da oferta (BARBOSA, 2014, p.29).

Para Hoffmann, Bortoluzzo e Machado (2011) o preço de emissão de um IPO pode ser delimitado através da existência de três fundamentais estágios que será ilustrado na Figura 3 abaixo. Primeiramente a empresa e o coordenador estabelecem um intervalo que almejam fixar o preço final, sendo que este intervalo deve ser exposto perante a *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM) e aos investidores, através de um prospecto preliminar, sendo elaborado por meio da avaliação concretizada do coordenador da emissão sobre a empresa.

O próximo estágio ocorre após o processo de *Bookbuilding*, momento este que ambos procuram fazer um ajuste no preço de emissão com base nas informações declaradas pelos investidores. Também versado como ajuste parcial de preços, caracteriza-se pela diferença do preço final da emissão entre o ponto médio do intervalo de preços pautados no prospecto preliminar. É também o último momento que o emissor das ações possui controle sobre a determinação de preço das mesmas, passando a partir desse momento, a precificação ser definida pelo mercado.

O último e terceiro processo acontecem quando a emissão é negociada no mercado. Distingui do preço de fechamento do primeiro dia de negociação e a precificação da emissão, ou seja, o retorno obtido a partir do primeiro dia de negociação é definido como *underpricing*.

**Figura 1 – Linha do tempo para precificação de um IPO**



**Fonte: Hoffmann, Bortoluzzo e Machado (2011, P.04).**

Ainda sobre esse processo de operação, os autores argumentam que:

<sup>1</sup> Segundo Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p.252) “o *bookbuilding* é um mecanismo instituído para realizar uma consulta prévia para definição de eventuais variações no preço de subscrição de valores mobiliários em fase de oferta pública”.

<sup>2</sup> *Underwriter*: são ofertas públicas de títulos em geral, e de títulos de crédito representativo de empréstimo, em particular, por meio de subscrição, cuja prática é permitida somente pela instituição financeira autorizada pelo Banco Central do Brasil (BACEN) para esse tipo de intermediação.

O processo *bookbuilding* nada mais é que um modelo de aquisição de informação dinâmico, onde os investidores revelam informações verdadeiras aos coordenadores da emissão e são recompensados com um ajuste de preços inferior a aquele que poderia ser realizado em função da demanda estimada, ou seja, o investidor seria recompensado pelo maior *underpricing*. A ideia de que o emissor abre mão de parte do valor criado pelo IPO parece contra-intuitiva (HOFFMANN, BORTOLUZZO e MACHADO, 2011, p.04).

No Brasil, o acesso ainda é bastante restrito para esse tipo de operação, sendo transitável apenas para médias e grandes empresas, desde que não estejam em etapa pré-operacional, mas que possuem lucros advindos dos anos anteriores à abertura, sendo que uma vez iniciado esse processo, se torna difícil revertê-lo, por isso deve ser bem analisado antes de tomar a decisão final (HOFFMANN, BORTOLUZZO e MACHADO, 2011).

No subcapítulo seguinte serão abordadas questões referentes aos custos e as despesas de ofertas no Brasil, com intuito de obter uma reprodução legítima do mercado local. Uma empresa ao decidir abrir o seu capital, incide necessariamente sobre dois diferentes tipos de custos: os absolutamente anexos à oferta, ou seja, os custos de abertura de capital e os associados a uma companhia aberta listada em Bolsa de Valores. Contudo, como já referido neste trabalho, os custos são divididos em elementos diretos e indiretos.

#### **4.1.1 Custos Diretos do IPO**

De acordo com Barbosa (2014, p.23) pode-se dizer que nos custos diretos são colocadas todas as saídas relacionadas à decisão de listagem, sendo cada um desses itens explanados abaixo:

- Taxas de *underwriting*: estão relacionados à colocação de ações no mercado, que por meio de intermediários, como os bancos de investimentos, possuem a função de conduzir perante as autoridades competentes toda a documentação a ser revelada ao mercado mediante os prospectos ou papéis. É de suma importância que o intermediário demonstre ter uma boa imagem no mercado para que possíveis investidores ao observá-lo apontem a sua confiança diante da empresa que está assistindo, sendo que este não se arriscaria a oferecer ações que não fossem confiáveis. O valor da taxa poderá variar dependendo do país, essas variações mais conhecidas como *framework* são do volume da emissão, do regime que regula a colocação no mercado e do *pool* de instituições alcançadas.

- Taxas de profissionais: versa nos serviços prestados por advogados no que abrange mudança no estatuto social, taxas pagas a auditores contábeis, possíveis despesas com profissionais especializados, etc.

- Taxas de listagem inicial: taxa referida para a empresa iniciar sua listagem perante a bolsa de valores, podendo contar adjunto custos implícitos ao ajustamento da empresa para que seja aceita na bolsa selecionada.

- Outros custos de IPO: prováveis custos com marketing, impressões, custos voltados a equipe administrativa para análise antecedente de viabilidade da emissão, etc.

- Desconto de preço inicial: o fenômeno de *underpricing*, representado pela diferença entre o preço de oferta inicial, que é o que realmente vai para a empresa, e o preço de fechamento do primeiro dia de negociação, geralmente o segundo é maior que o primeiro, pois há um desconto no preço, esse fenômeno muito visto ainda é pouco explicado, mas representa um custo implícito, porque a empresa capta menos do que o mercado julga que ela vale algum tempo depois.

#### **4.1.2 Custos Indiretos de IPO**

Os custos indiretos do IPO são também considerados como custos associados à execução de completas exigências dos órgãos reguladores para as empresas de capital aberto, ou seja, custos pós-abertura, e como destaca Barbosa (2014, p. 24):

- Custos de regulação: custos para manter a empresa em conformidade com apurados parâmetros legais deliberados em legislação, como fornecimento de informações recorrentes ao público, taxas anuais de fiscalização junto a CVM, taxas pagas a auditorias, etc.

- Custos de governança corporativa: de acordo com o IBGC (2014), a governança corporativa pode ser definida como um sistema em que as organizações são monitoradas e incentivadas, envolvendo técnicas e comparações entre os ativamente de atenção pela empresa, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa transformam princípios em indicações sucintas, alinhando interesses com a finalidade de conservar e otimizar o valor da empresa em longo prazo.

O autor reitera que a Governança Corporativa compreende um conjunto de regras rígidas pela legislação, orientado para uma melhor gestão da empresa e maior confiabilidade em longo prazo. As bolsas de valores podem exigir para o consentimento de uma empresa em sua listagem a realização de certas regras, no mínimo tão rígidas quanto às estabelecidas pela legislação, pode também instituir frações com diferentes graus de governança corporativa, nos quais as companhias podem se empenhar via contrato a seguir. Apesar de simular um custo adicional, na forma, por exemplo, da publicação de demonstrações financeiras auditadas em tempos menores que o exigido por lei, essas leis mais rígidas podem convir como sinal que a empresa está envolvida com seus acionistas e que confia em sua competência, podendo

suavizar o prêmio de risco da empresa, acrescentando o preço de suas ações, podendo ser até favorável no longo prazo.

- Taxas profissionais: auditores, consultores, etc.

- Taxas de listagem na bolsa indicada

- Custos de transação: ao determinar o valor que uma possível empresa venha a medir, o acionista considera todos os custos correntes ao submetê-la à negociação no mercado de ações, tais como os custos pagos as corretoras via transação. Porém, tais custos são uniformes entre papéis, não entusiasmando distintamente a disposição a pagar do investidor, porém o custo indireto de fluidez, uma vez que empresas menores possuem pouca colocação no mercado para negociação de títulos que impede vendas futuras com solvência (venda rápida sem perda de valor), os investidores conferem um prêmio de liquidez segundo sua perspectiva sobre uma participação. Assim, quanto menos líquido se acredita que seja uma ação, maior o prêmio demandado para adquiri-la e mínimo será o preço pago por ela.

#### **4.2 Efeitos do IPO: Resultados Encontrados na Literatura Contemporânea**

Este capítulo é um compêndio dos principais estudos recentes que perpassam a temática do IPO, visando apresentar todo o arcabouço teórico e empírico atual que vertem sobre este assunto. Sob esse enfoque, o estudo apresentado por Charchat (2000) procurou avaliar o comportamento de longo prazo das empresas que abriram o seu capital depois de instaurado o Plano Cruzado no Brasil no ano de 1986. O autor adotou uma amostra com as 24 empresas que realizaram maior IPO no período compreendido de fevereiro a agosto de 1986, levando em consideração os impactos externos em algumas organizações e possíveis resultados obtidos pelas empresas ao longo de dez anos. Como resultado, constatou-se que o retorno esperado pelos investidores não foi satisfatório, trazendo consigo prejuízos para a empresa, bem como fortes evidências de queda nos indicadores de desempenho operacional (rentabilidade, liquidez e segurança) das firmas seguintes à abertura de capital. Com isso, as preocupações dos investidores passaram a se concentrar no fluxo de caixa, dívidas de curto prazo, especulação de preços de insumos e matéria-prima e adequação dos níveis de preços a taxas de inflação.

Ramos (2006) analisou as emissões iniciais de ações no mercado brasileiro no período de 2004 a 2006 comparando o retorno obtido no primeiro dia de negociação com o retorno do Ibovespa no mesmo período. Ficou evidente que os IPO's brasileiros realizados com *underpricing* apresentaram um retorno médio de 7,15% no primeiro dia, mas após este dia tal



retorno se manteve elevado dispersando a hipótese de *underpricing*. Quanto à relação entre risco e retorno, apurou-se que os retornos verificados no período estudado são consideravelmente maiores que os retornos esperados a partir do CAPM, descartando a aderência à teoria de maior risco, maior retorno. Porém, para o primeiro dia de negociação o retorno calculado através do CAPM mostrou-se próximo ao retorno apurado pelas ações nesse período.

A fim de analisar o comportamento relacionado ao *marketing timing* (que se utiliza com a finalidade de tomar decisões de compra e venda de ativos financeiros, tentando adiantar-se aos movimentos futuros dos preços de mercado) no que se refere ao volume de ações ofertadas durante o IPO de janeiro de 2004 a dezembro de 2007, Bastos et al (2009) observam que o nível de alavancagem financeira se manteve o mesmo de antes da realização do IPO. Os autores reiteram que o estudo indica que as alterações na estrutura de capital das empresas que vêm a mercado, em períodos de aumento de volume de recursos extras proporcionadas pelo IPO, são temporárias e que, rapidamente, ocorre a reversão do nível de alavancagem, sendo notória a confirmação de que a *marketing timing* proporciona aumento na dependência de capital próprio.

Oliveira e Schiozer (2009) buscaram analisar os bancos brasileiros que realizaram o IPO entre os anos de 2005 a 2007 e constataram que essas instituições bancárias se diferenciam dos bancos que mantiveram capital fechado, uma vez que demonstraram maior rentabilidade e maior parcela de seus ativos aplicados em operações de crédito não-performados (tipo de fundo cujo objetivo é comprar títulos ou obrigações de companhias que já quebraram, ou estão em vias de, por um desconto muito grande e tentar reaver seus recursos). No entanto, os efeitos no desempenho operacional desses bancos, após o IPO, alcançaram evidências de aumento na proporção de créditos dos ativos, conexos a um aumento na proporção de créditos de pior qualidade, mesmo sendo controlados pela escassez de crédito ocorrida no período. Ademais, os autores perceberam também melhorias quanto à eficiência administrativa, indicando economias de escalas nos bancos que realizaram IPO.

Partindo do pressuposto de verificar anomalias resultantes do processo de IPO, Silva e Silva e Famá (2009), em uma de suas pesquisas mostram a relevância dessa temática devido ao crescimento de investidores individuais e empresas que decidem abrir o seu capital, pelo método de estudo de eventos para o período delimitado de 2004 a 2007, concluíram que os resultados empíricos apresentam evidências de sobrevalorização nos preços das ações no primeiro dia de negociação, com retornos anormais entre 4,80% e 9,26%, seguida de significativas quedas nas cotações subsequentes. Os retornos anormais médios acumulados,

excluído o retorno do 1º dia, atingiram -11,52% no final do sexto mês, -16,60% no final do 12º mês e -41,79% no final do 24º mês, evidenciando relevantes perdas de valor das carteiras analisadas no período, tanto em termos econômicos quanto em nível de significância estatística.

Ainda no que diz respeito ao desempenho das companhias, Uchimura (2010) procura apresentar em seu estudo se o aporte de Private Equity/Venture Capital e a inovação levam as empresas a apresentarem melhor desempenho de mercado e contábil, baseando sua amostra em firmas que realizaram IPO nos anos de 2004 a 2010, com a concretização de testes não paramétricos. Em síntese, o pesquisador concluiu que as empresas que receberam o aporte por Private Equity/Venture Capital mostraram um desempenho melhor.

Por outro enfoque, Carvalho e Pinheiro (2010) investigaram quais são os determinantes no processo de estabilização de preços em IPOs no Brasil e quais seus efeitos sobre os retornos de curto prazo. Em relação aos determinantes de estabilização de preços, orientam-se a propósito de três aspectos: o exercício da opção de sobrealocação, que mostra determinação exclusiva por condições de demanda; a ocorrência de estabilização (ASC), representada pelos IPOs com maior risco, menor demanda e que são direcionados por *underwriters* de melhor reputação, e a intensidade da mesma, que depende positivamente do risco e da demanda.

Já a análise dos efeitos da estabilização sobre os retornos de curto prazo dos IPOs indicaram que: i) 15% do *underpricing* observado são responsabilizados pela estabilização; ii) durante o período pós estabilização, os retornos dos IPOs, a princípio, são inferiores aos não estabilizados, tendo a possibilidade de reversão; iii) quanto maior for a intensidade da estabilização, menor será o retorno; iv) IPOs que possuem sobrealocação completa pelo ASC (em suma ASC se refere a recompra de parte das ações pelo *underwriter*) apresentam retornos inferiores em relação aos não-estabilizados; v) IPOs que se mostram inferiores a sobrealocação não possuem a mesma tendência; vi) IPOs nos quais o *underwriter* ganha dinheiro no ASC demonstram retornos menores que os não-estabilizados e vii) contrariamente, IPOs nos quais o *underwriter* perde dinheiro no ASC não demonstram retornos inferiores (CARVALHO e PINHEIRO, 2010).

Cazarotto e Trentin (2012) discorrem sobre o desempenho econômico e financeiro após o IPO das empresas Arezzo Indústria e Comércio S.A. e JBS S.A. Por meio de importantes indicadores financeiros de desempenho, os autores constatarem uma melhora no período compreendido de julho a novembro de 2011 da firma Arezzo S.A., devido ao seu setor de

atuação. Salientam que houve um crescimento no índice de liquidez superior a 50% e juntamente, os índices de endividamento apresentaram resultados bastante favoráveis.

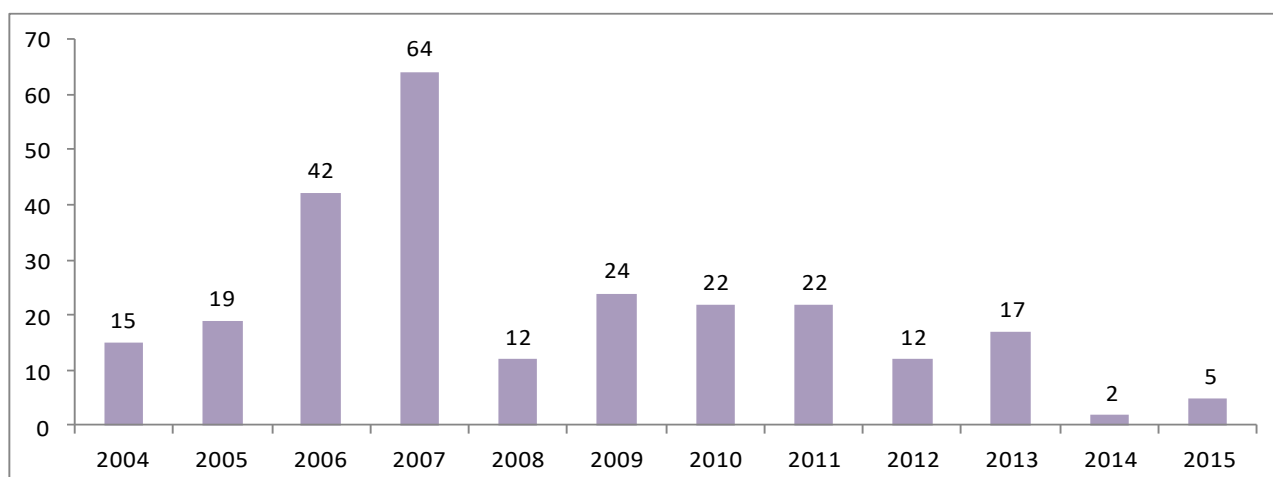
Outro estudo relevante é o abordado por Alves (2012), que ressalta os ciclos de IPO's no Brasil entre os anos de 2004 a 2012. Sob a mesma perspectiva de análise de desempenho via índice de IPO, a autora comprova que, na maior parte do tempo, os IPO's no sentido econômico de investir, são mais rentáveis em seu ciclo de IPO's do que no índice Ibovespa. Corrobora dizendo que um IPO juntamente com um mercado desenvolvido acarretam benefícios para a economia e evidencia que o aumento da informação disponível, permitida pelo IPO, determina, por exemplo, uma melhoria na eficiência alocativa de recursos. Além disso, há um estímulo à transparência, à organização contábil da empresa e, até mesmo, a formalização da economia, uma vez que esses são pré-requisitos para uma empresa emitir papéis na Bolsa de Valores.

O capítulo a seguir irá apresenta os instrumentos metodológicos a serem aplicados neste estudo, no que se refere ao tipo de pesquisa, as hipóteses a serem analisadas, a amostra, a técnica de coleta de dados, a construção do banco de dados e a definição constitutiva e operacional das variáveis.

## 5 METODOLOGIA

Esta pesquisa foi desenvolvida com base em materiais bibliográficos e, através de uma análise econômica e financeira, avalia o desempenho das empresas que abriram o seu capital no ano de 2007, e para alcançar os objetivos propostos, o estudo utiliza-se de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. A utilização do ano de 2007 como ano base do estudo, deve-se ao fato de que neste exercício contábil ocorreu o maior número de abertura de capital de empresas brasileiras, favorecidas, principalmente, pelo bom cenário econômico da época (vide Gráfico 1).

**Gráfico 1 – Quantidade de empresas que realizaram IPO**



Fonte: Dados da Pesquisa

De acordo com Fachin (2003), citado por Oliveira (2016, p.22) o método quantitativo possui o intento de expor e tratar os dados por meio de números a fim de aplicar conceitos no que concerne avaliar hipóteses e a realização de análises estatísticas através da amostra adotada. Todavia, este estudo terá um caráter informativo para que assim providencie instrumentos que auxiliem na formulação de problemas e hipóteses para pesquisas futuras.

O objeto de estudo desta pesquisa compreende apenas as ações provenientes de primeira emissão ao público, também conhecido no mercado de capitais como IPO, que se trata da abertura de capital das empresas. Após levantar os quatro setores que mais tiveram abertura de capital no ano de 2007, a saber: carnes e derivados; construção civil, exploração de imóveis e serviços educacionais, totalizando 26 empresas distribuídas nestes setores.

Na Tabela 1 a seguir estão reunidas as empresas que compõem a amostra deste estudo, classificadas por suas características setoriais, além de reunir as respectivas datas de abertura de capital e o preço de lançamento:

**Tabela 1 – Amostra da Pesquisa com classificação setorial, data do IPO e preço de lançamento por ação**

<b>Dados da Companhia</b>			
<b>Nome da Empresa</b>	<b>Classificação Setorial (Segmento)</b>	<b>Data de Abertura</b>	<b>Preço por Ação/Unit/Bdr (Lançamento)</b>
PDG REALT	Construção Civil	24/1/2007	R\$ 14,00
RODOBENSIMOB	Construção Civil	29/1/2007	R\$ 19,50
CC DES IMOB	Construção Civil	29/1/2007	R\$ 14,50
TECNISA	Construção Civil	30/1/2007	R\$ 13,00
IGUATEMI	Exploração de Imóveis	5/2/2007	R\$ 30,00
ANHANGUERA	Serviços Educacionais	8/3/2007	R\$ 18,00
JBS	Carnes e Derivados	27/3/2007	R\$ 8,00
EVEN	Construção Civil	29/3/2007	R\$ 11,50
BR MALLS PAR	Exploração de Imóveis	2/4/2007	R\$ 15,00
JHSF PART	Construção Civil	10/4/2007	R\$ 8,00
CR2	Construção Civil	19/4/2007	R\$ 20,00
AGRA INCORP	Construção Civil	24/4/2007	R\$ 8,50
INPAR S/A	Construção Civil	4/6/2007	R\$ 17,50
EZTEC	Construção Civil	19/6/2007	R\$ 11,00
MARFRIG	Carnes e Derivados	26/6/2007	R\$ 17,00
INVEST TUR	Exploração de Imóveis	12/7/2007	R\$ 1.000,00
MINERVA	Carnes e Derivados	18/7/2007	R\$ 18,50
MRV	Construção Civil	19/7/2007	R\$ 26,00
KROTON	Serviços Educacionais	19/7/2007	R\$ 39,00
MULTIPLAN	Exploração de Imóveis	25/7/2007	R\$ 25,00
GENERALSHOPP	Exploração de Imóveis	26/7/2007	R\$ 14,00
ESTACIO PART	Serviços Educacionais	26/7/2007	R\$ 22,50
TRISUL	Construção Civil	11/10/2007	R\$ 11,00
TENDA	Construção Civil	10/10/2007	R\$ 9,00
SEB	Serviços Educacionais	16/10/2007	R\$ 33,00
HELBOR	Construção Civil	24/10/2007	R\$ 11,00

**Fonte: Dados da pesquisa**

Vale ressaltar que ao longo da série de tempo utilizada nesta pesquisa, algumas empresas foram fundidas, vendidas ou fecharam seu capital na Bolsa, alterando suas respectivas composições acionárias. Em 2010, as empresas Agra, Klabin Segall e Abyara decidiram unificar suas atividades criando a Agre Empreendimentos, considerada uma das maiores firmas do setor imobiliário do país. No mesmo ano, através da La Hotels, ocorreu a fusão da GP Investimentos e da Invest Tur, criando-se uma nova companhia com o nome Brazil Hospitality Group (BHG).

Ainda em 2010, a construtora Tenda, após amargar uma queda de 65% em suas ações, se uniu a Gafisa sendo subsidiária da mesma juntamente com a Fit, tornando a Gafisa a segunda maior construtora do Brasil especializada em imóveis populares. Já no setor educacional, a empresa britânica Pearson Education do Brasil comprou, em 2010, o sistema de ensino e parte dos ativos da SEB.

Em 2011 ocorreu uma alteração no nome da companhia Inpar S/A para Viver Incorporadora e Construtora. A partir de 5 de maio, as ações da companhia passaram a ser negociadas na Bovespa sob o novo código VIVR3 e nome de pregão VIVER.

No ano seguinte, a empresa Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário fechou o capital na Bovespa devido às reações negativas dos investidores diante das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA), ocorridas em 2012.

Em contrapartida, no ano de 2014, a empresa Anhanguera incorporou suas ações à Kroton, outra empresa listada na Bovespa que também é participante do setor educacional tornando a 17<sup>a</sup> maior empresa da bolsa em termos de valor de mercado. No ano de 2016, a Kroton realizou uma proposta de aquisição da Estácio de Sá, processo que está em andamento.

Tais variações na composição acionária serão também analisadas nos resultados dessa pesquisa, dado que as empresas podem ter se fundido, fechado o capital ou vendido suas ações por duas razões principais: i) o IPO não deu certo no longo prazo, fazendo com que empresas que abriram o capital fossem vendidas; ou ii) o IPO deu tão certo que levou ao interesse de grupos maiores para adquirir essas companhias ou levando a processos de fusão.

O período escolhido foi de janeiro de 2007 até dezembro de 2008 e a série envolve os preços diários disponibilizados pelos sites Yahoo Finance, Advfn, Uol e Investing - plataformas de dados gratuitas e de livre acesso, que contém as cotações dos principais títulos do mundo. Utilizou-se também para análise desses efeitos, um tratamento de cunho estatístico descritivo dos dados, disponíveis em relatórios anuais das referentes empresas em seus sites.

No tocante a constatação de *underpricing* nas emissões, apurou-se os retornos obtidos após o IPO a partir de 2007 frente ao Ibovespa. Assim como foi realizado por Ramos (2006) em sua investigação, que calculou o retorno a partir do preço de subscrição para 1, 30, 90 e 180 dias, tanto das empresas quanto do Ibovespa, esta pesquisa realizou o cálculo dos retornos para estes prazos e, a fim de complementar a análise, assim como foi conduzido no estudo de Silva e Famá (2009), calculou-se também o retorno de 1 ano, ou seja, 360 dias (ano comercial para fins financeiros).

Para o cálculo do retorno utilizou-se a seguinte equação:

$$r = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad (1)$$

Em que:

$r$  = retorno da ação;

$P_t$  = Preço do primeiro dia de negociação;

$P_{t-1}$  = Preço de subscrição (constante no prospecto de oferta de ações).

Como bem destaca Oliveira (2016) em sua pesquisa, é necessário que os participantes do mercado consigam prever também as volatilidades para diferentes prazos, dado que a volatilidade representa o risco de determinada alternativa de investimento. Este trabalho, sob essa mesma perspectiva, busca uma medida de dispersão do preço ao redor do seu valor esperado em um determinado período de tempo. Portanto, para medir a volatilidade, também apresentados em 1, 30, 90, 180 e 360 dias, foi empregada a Equação 2 representada abaixo:

$$Vol_{i,j} = \frac{\max(p_i, \dots, p_j) - \min(p_i, \dots, p_j)}{\frac{\max(p_i, \dots, p_j) + \min(p_i, \dots, p_j)}{2}} \quad (2)$$

Em que:

$Vol_{i,j}$  = volatilidade entre o preço inicial no intervalo;

$P_i$  = preço inicial do intervalo  $ij$ ;

$P_j$  = preço final do intervalo  $ij$ ;

$\max$  = preço máximo alcançado pela ação no intervalo analisado;

$\min$  = preço mínimo alcançado pela ação no intervalo analisado.

Outro instrumento que apresentaremos nesse capítulo, já referido neste estudo como de suma importância no método de interpretação dos dados, é o índice Ibovespa que pode ser calculado através da seguinte formulação:

$$Ibovespa_t = \sum_{t=1}^n P_{i,t} \times Q_{i,t} \quad (3)$$

Onde temos:

Ibovespa(t) = Que significa índice Bovespa no instante  $t$ ;

$n$  = Que é o número total das ações componentes da carteira teórica;

$P$  = Caracterizando o último preço da ação “ $i$ ” no instante  $t$ ; e

$Q$  = Que é a quantidade teórica da ação “ $i$ ” na carteira no instante  $t$ .

Assim sendo, para que uma ação integre o índice Bovespa deve se encaixar nos seguintes critérios analisados no período de doze meses que antecede a revisão: i) a soma do volume de negócios numa relação de ações deste período precisa ser superior a 80% do valor somado englobando todos os índices individuais; ii) o volume financeiro precisa ser maior que 0,1% do total negociado na BM&FBovespa; e iii) é obrigatório ser negociado em mais de 80% do número total de pregões no período.



## **6 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS**

Com base nos estudos apresentados na fundamentação teórica, apresentamos neste capítulo a análise dos dados coletados e os resultados obtidos pelas fontes descritas neste estudo, possibilitando realizar as conclusões a respeito desta temática, de acordo com os subcapítulos seguintes.

### **6.1 Estatística Descritiva**

Inicialmente, serão discutidos os valores encontrados pela estatística descritiva, sendo esta também conhecida como ‘Medidas de Tendência Central’ e ‘Medidas de Dispersão’, que representam uma série de dados quanto a sua distribuição desempenhada no processo desta pesquisa. São medidas de tendência central: Média Aritmética e Mediana. Já a medida de dispersão a ser usada nesse estudo será o Desvio-Padrão e o coeficiente de variação como ferramenta de análise.

No tocante ao preço por ação ofertado pelas empresas, pode ser observado na Tabela 2, abaixo representada, que a média de R\$ 55,17 demonstra uma gravitação considerável em torno da variável aleatória ‘Kroton’ que possui como preço de abertura o valor de R\$ 39,00. No que diz respeito ao desvio padrão, o valor encontrado foi de R\$ 192,87, o que determina um alto resultado fazendo com que os dados estejam espalhados por uma gama de valores.

O coeficiente de variação em estatística é interpretado como a variabilidade dos dados em relação à média, onde quanto menor for o seu valor, mais homogêneo é o conjunto de dados. Por essa razão estabelecem-se algumas considerações: um coeficiente de variação menor ou igual a 10% é indicado como uma variabilidade alta, já um coeficiente de variação maior ou igual a 10% e menor ou igual a 20% indica uma variabilidade média, um coeficiente de variação maior ou igual a 20% e menor ou igual a 30% indica uma variabilidade baixa dos dados e por fim, um coeficiente de variação maior que 30% indicam uma variabilidade muito baixa. Dados os valores apresentados na tabela abaixo, verifica-se que o coeficiente de variação encontrado se mostrou uma variabilidade muito baixa em todas as variáveis analisadas:

**Tabela 2 – Estatística descritiva dos dados das empresas que realizaram IPO no ano de 2007**

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Coefficiente de Variação</b>
Preço Por Ação	R\$ 55,17	R\$ 16,00	R\$ 192,87	349,59%
Volume Total por Setor	R\$ 3.979.945.278,88	R\$ 3.221.656.640	R\$ 2.862.362.342,412	71.919,64%
Número Total de Investidores	72.119	53.179	47.024	65,20%

**Fonte: Dados da pesquisa**

Para um melhor entendimento, a Tabela 3 demonstra o volume total de participação dos investidores nas companhias listadas e a composição dos mesmos.

**Tabela 3 – Volume total de participação dos investidores**

<b>Dados da Companhia</b>		<b>Anúncio de Encerramento</b>			<b>Participação dos Investidores (%)</b>			
<b>Nome da Empresa</b>	<b>Classificação Setorial (Segmento)</b>	<b>Nº de Pessoas Físicas</b>	<b>Nº Total de Investidores</b>	<b>Volume Total (R\$)</b>	<b>Varejo</b>	<b>Institucional</b>	<b>Estrangeiros</b>	<b>Outros</b>
PDGREALT	Construção Civil	11.826	12.422	RS 648.394.600,00	9%	6%	84%	1%
RODOBENSIMOB	Construção Civil	13.963	14.782	RS 448.500.000,00	11%	22%	67%	0%
CC DES IMOB	Construção Civil	22.002	23.552	RS 521.999.985,50	13%	38%	48%	1%
TECNISA	Construção Civil	17.187	18.216	RS 791.303.084,00	10%	17%	59%	13%
IGUATEMI	Exploração de Imóveis	16.710	18.100	RS 548.677.440,00	9%	18%	72%	0%
ANHANGUERA	Serviços Educacionais	13.593	14.651	RS 512.325.000,00	9%	15%	76%	0%
JBS	Carnes e Derivados	22.662	23.690	RS 1.616.750.400,00	9%	13%	74%	4%
EVEN	Construção Civil	11.251	11.634	RS 460.000.000,00	10%	20%	53%	17%
BR MALLS PAR	Exploração de Imóveis	13.777	14.518	RS 657.118.665,00	10%	22%	68%	0%
JHSF PART	Construção Civil	4.524	4.749	RS 432.400.000,00	9%	1%	89%	1%
CR2	Construção Civil	2.755	2.926	RS 307.575.000,00	7%	0%	0%	93%
AGRA INCORP	Construção Civil	5.328	5.651	RS 786.037.500,00	7%	25%	67%	0%
INPAR S/A	Construção Civil	9.532	10.114	RS 756.000.000,00	8%	22%	70%	0%
EZTEC	Construção Civil	5.507	5.802	RS 542.145.813,00	8%	23%	68%	1%
MARFRIG	Carnes e Derivados	4.899	5.527	RS 1.020.510.000,00	5%	27%	68%	0%
INVEST TUR	Exploração de Imóveis	16	114	RS 945.000.000,00	1%	6%	87%	6%
MINERVA	Carnes e Derivados	11.539	12.115	RS 444.000.000,00	10%	28%	62%	0%
MRV	Construção Civil	15.461	16.745	RS 1.193.400.000,00	8%	19%	73%	0%
KROTON	Serviços Educacionais	11.158	12.081	RS 478.773.750,00	9%	20%	70%	0%
MULTIPLAN	Exploração de Imóveis	24.137	25.531	RS 924.528.375,00	10%	26%	64%	0%
GENERALSHOPP	Exploração de Imóveis	4.966	5.168	RS 286.728.400,00	10%	24%	66%	0%
ESTACIO PART	Serviços Educacionais	10.782	11.320	RS 446.940.000,00	9%	26%	64%	0%
TRISUL	Construção Civil	2.427	2.713	RS 330.281.050,00	5%	4%	91%	0%
TENDA	Construção Civil	10.040	10.636	RS 603.000.000,00	10%	22%	66%	2%
SEB	Serviços Educacionais	3.681	3.875	RS 412.500.000,00	6%	14%	80%	0%
HELBOR	Construção Civil	709	845	RS 251.832.053,00	6%	35%	56%	3%

**Fonte: Dados da pesquisa**

Levando-se em consideração a Tabela 3 acima representada, foram realizadas análises estatísticas descritivas, o que são demonstradas na Tabela 4 a seguir. Verifica-se que a maior participação deu-se de capitais estrangeiros (67,02%), seguidos de investidores institucionais (em especial fundos de investimento e pensão, com 18,93%) e pessoas físicas chamadas de varejo em último lugar (8,42%) e outros (5,63%). O desvio padrão como já citado anteriormente possui propriedades que o torna uma medida de dispersão muito útil para se descrever a variação observada nos valores de um conjunto e informar o comportamento dos mesmos em relação à média. No que abarca os resultados encontrados para o desvio-padrão das novas variáveis de análise, constatou-se que os dados se encontram mais próximos da média.

O coeficiente de variação para as variáveis de Varejo e Estrangeiros porta a homogeneidade de tais conjuntos, já as variáveis Institucional e Outros demonstram uma variabilidade alta, o que enfatiza a heterogeneidade dos dados desses grupos:

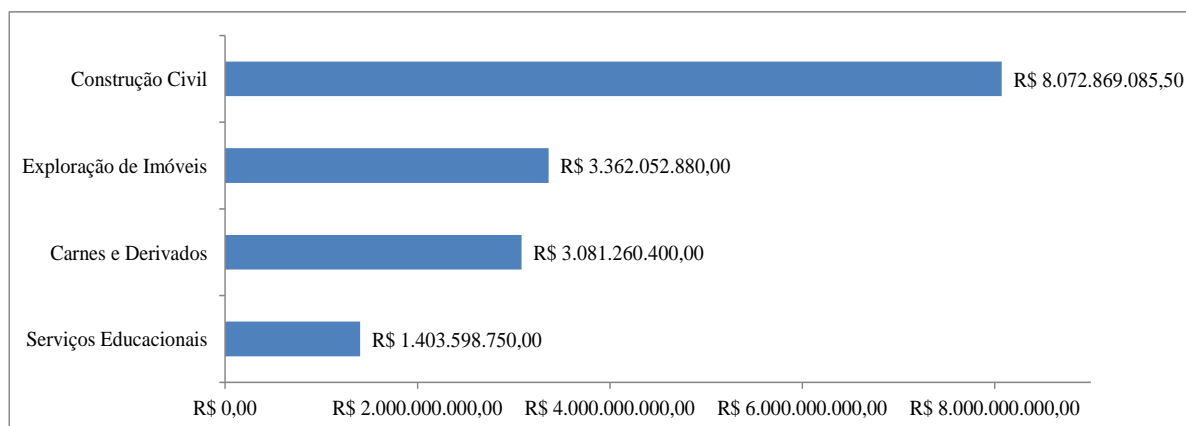
**Tabela 4 – Estatística descritiva do volume total de participação dos investidores**

<b>Participação</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Coefficiente de Variação</b>
Varejo	8%	9%	2,33%	29,13%
Institucional	19%	21%	9,57%	50,37%
Estrangeiros	67%	68%	17,21%	25,69%
Outros	6%	0%	18,21%	303,50%

**Fonte: Dados da pesquisa**

Aglutinando tais dados por setor, foi construído o Gráfico 2 a seguir, que permite concluir que o setor de construção civil foi o que obteve maior interesse por parte dos investidores em relação aos demais setores. Esse fenômeno pode ser explicado devido à forma como as empresas que compõem o setor utilizam os recursos captados pela emissão de ações e ao boom imobiliário vivido pelo Brasil no ano de 2007, quando vivia um cenário econômico favorável.

**Gráfico 2 – Volume total por setor**

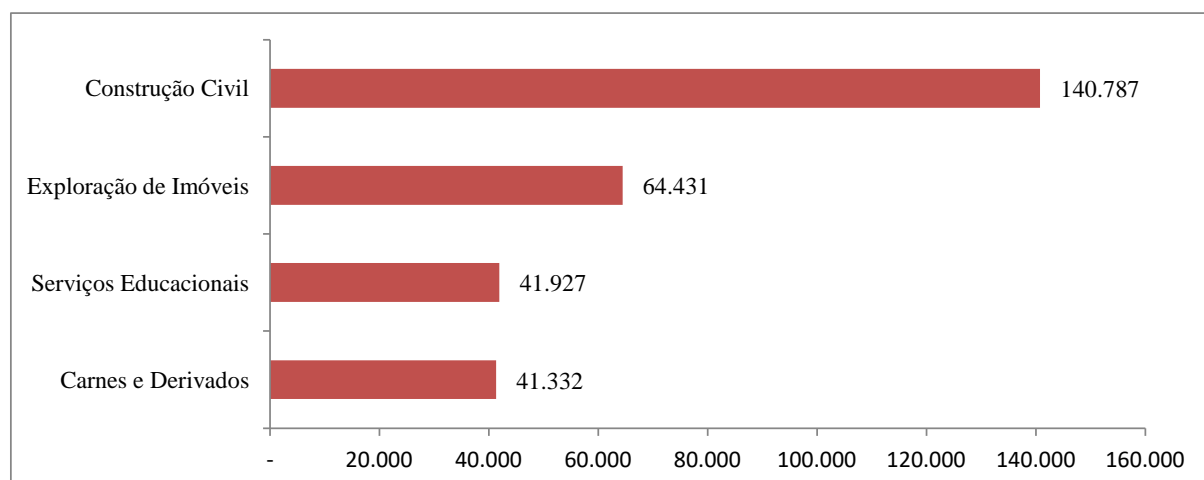


**Fonte: Dados da Pesquisa**

O volume total por setor ratificou uma média de R\$ 3.979.945.278,88 e um desvio padrão de R\$ 2.862.342.412,07 que em sintonia com as informações obtidas pela análise estatística descritiva no volume total de participação dos investidores, sinalizaram que os dados também dispõem de uma dispersão conexas à média.

Em outra vertente, o Gráfico 3 reproduz o número total de investidores alcançados pelas firmas separadas também por setor de atuação e mantém o setor de construção civil como aquele que atraiu maior número de investidores, seguido de exploração de imóveis, carnes e derivados, e serviços educacionais:

**Gráfico 3 – Número Total de investidores por setor**



**Fonte: Dados da Pesquisa**

Analisando as estatísticas para o número total de investidores por setor, que foi exposto na Tabela 2 logo acima representada, poderá ser observado uma média positiva de

72.119 e um desvio padrão de 47.024, o que também comprava uma discrepância proporcional entre os dados em volta da média.

Em seguida, foi realizada a comparação da rentabilidade das novas ações em relação ao Ibovespa e o risco em que essas traduzem, a fim de revelar informações que ajudem na tomada decisão dos investidores frente aos ativos, uma vez que, cada investidor procura, em última instância, maximizar sua riqueza.

## 6.2 Retorno e Volatilidade

O retorno sobre o investimento é o ganho ou a perda que o possível investidor obtém como resultado da compra de um ativo qualquer em um determinado período de tempo. No que concerne o presente subcapítulo, foi ordenado na Tabela 5 os retornos médios das ações das empresas que compõem a amostra e o índice Ibovespa para o período estudado, dividido em 1, 30, 90, 180 e 360 dias.

**Tabela 5 – Retornos médios das novas ações e do Ibovespa**

Setor de Atuação	Nome da Empresa	Retorno Empresas				
		1 Dia	30 Dias	90 Dias	180 Dias	360 Dias
Carnes e Derivados	JBS	8,57%	0,70%	0,16%	0,28%	0,03%
	MARFRIG	7,05%	0,48%	0,27%	0,08%	0,16%
	MINERVA	-0,26%	-0,54%	0,01%	-0,37%	-0,25%
	MÉDIA	5,12%	0,22%	0,15%	0,00%	-0,02%
Construção Civil	AGRA INCORP	-1,05%	1,12%	0,82%	0,34%	-0,04%
	CC DES IMOB	2,57%	-0,15%	0,44%	0,06%	-0,14%
	CR2	-5,32%	-0,88%	-0,07%	0,67%	0,08%
	EVEN	5,41%	1,20%	0,83%	0,32%	0,13%
	EZTEC	2,44%	0,64%	-0,07%	-0,12%	-0,26%
	INPAR S/A	-1,05%	0,32%	0,14%	0,15%	-0,14%
	HELBOR	0,46%	-0,03%	0,16%	-0,04%	-0,44%
	JHSF PART	1,74%	0,17%	0,92%	0,20%	-0,03%
	MRV	4,53%	0,00%	0,02%	0,27%	0,13%
	PDG REALT	-2,13%	-0,03%	-0,49%	0,37%	0,37%
	RODOBENSIMOB	-3,30%	-0,15%	-0,35%	0,17%	0,00%
	TECNISA	0,07%	-0,57%	-0,53%	-0,10%	-0,03%
	TENDA	-1,10%	-1,02%	0,39%	0,30%	-0,71%
	TRISUL	-0,10%	0,50%	-0,21%	-0,07%	-0,52%
MÉDIA	0,23%	0,08%	0,14%	0,18%	-0,12%	

Exploração de Imóveis	BR MALLS PAR	-4,35%	0,23%	1,10%	0,27%	0,16%
	GENERALSHOPP	0,00%	0,22%	0,16%	0,08%	-0,13%
	IGUATEMI	-1,49%	-0,42%	-0,20%	0,16%	-0,04%
	INVEST TUR	0,00%	-0,08%	-0,22%	-0,22%	-0,08%
	MULTIPLAN	2,51%	-0,03%	-0,06%	0,07%	-0,06%
	MÉDIA	-0,67%	-0,02%	0,16%	0,07%	-0,03%
Serviços Educacionais	ANHANGUERA	-1,28%	0,76%	0,47%	0,32%	0,08%
	ESTACIO PART	-5,32%	-0,91%	-0,07%	0,50%	-0,06%
	KROTON	-2,33%	-0,78%	-0,20%	-0,23%	-0,09%
	SEB	-1,01%	-0,57%	-0,26%	-0,13%	-0,35%
	MÉDIA	-2,48%	-0,38%	-0,02%	0,12%	-0,11%
	IBOVESPA	-0,62%	0,16%	0,07%	0,20%	0,17%

Fonte: Fonte: Resultados da Pesquisa

Observando a Tabela 5 representada acima, verifica-se que os retornos médios obtidos no curto prazo (1, 30 e 90 dias) para os setores de carnes e derivados, e construção civil se mostraram superior diante da média de mercado (Ibovespa), com exceção do valor encontrado em 30 dias pelo setor de construção civil que foi de 0,08%, o que converge às perspectivas dos investidores para o Ibovespa. Já o setor de exploração de imóveis e serviços educacionais demonstra uma média de retorno inferior ao Ibovespa, onde fica evidente a presença de *underpricing*, reforçando assim um prejuízo quanto às expectativas de proventos para os agentes.

Ao referir-se ao longo prazo (180 e 360 dias), os retornos encontrados expõem uma média em todos os setores inferior ao apresentado pelo índice de mercado, porém cabe ressaltar que em 360 dias os valores adquiridos para os setores em quais as empresas pertencem trouxeram um retorno negativo, sendo possível a continuação da hipótese de *underpricing*, ou seja, retornos bem abaixo ao esperado pelos investidores.

Os resultados encontrados nesta análise vão de encontro aos estudos de Silva e Famá (2009), já referido nesta pesquisa, pois observaram a presença de *underpricing* após o primeiro dia de negociação do ativo e de Alves (2012) que chegou a conclusão que os retornos mais atrativos são os do seu ciclo de IPO's do que o do Ibovespa.

Desta feita, faz-se necessário avaliar a variável que indica a intensidade e a frequência das oscilações de um ativo no período escolhido por esta pesquisa. É por meio desta variável que é possível estimar uma faixa de preços que um ativo poderá oscilar no futuro, sendo este conceito básico de volatilidade ou risco de um ativo.

Um conceito mais formal para determinar o risco é a subida ou queda de preço de um ativo financeiro. O que acontece é que os mercados estão sempre a avaliar o que está a

acontecer para se conseguir uma estimativa do que vai ocorrer no futuro. Isto significa que estas expectativas futuras podem fazer com que os preços subam ou desçam drasticamente.

Conforme foi realizado para os retornos, a Tabela 6 dispõe as volatilidades apresentadas em 1, 30, 90, 180 e 360 dias pelas ações das companhias em comparação a média do setor (representada pelo Ibovespa).

**Tabela 6 - Volatilidade das novas ações e do Ibovespa**

Setor de Atuação	Nome da Empresa	Volatilidade Empresas				
		1 Dia	30 Dias	90 Dias	180 Dias	360 Dias
Carnes e Derivados	JBS	8,22%	13,33%	13,90%	29,83%	71,48%
	MARFRIG	6,81%	17,86%	24,39%	28,29%	56,20%
	MINERVA	0,26%	18,67%	21,02%	39,42%	94,96%
	MÉDIA	5,10%	16,62%	19,77%	32,51%	74,21%
Construção Civil	AGRA INCORP	0,70%	16,81%	34,69%	34,69%	45,49%
	CC DES IMOB	2,54%	8,19%	24,79%	40,00%	76,57%
	CR2	5,46%	19,34%	22,87%	56,53%	91,50%
	EVEN	5,26%	24,00%	40,00%	57,14%	61,47%
	EZTEC	2,41%	25,95%	31,92%	46,04%	111,73%
	INPAR S/A	1,05%	20,55%	31,50%	35,82%	99,05%
	HELBOR	0,46%	5,24%	12,26%	29,95%	122,71%
	JHSF PART	1,72%	8,78%	39,28%	43,57%	76,74%
	MRV	-4,43%	20,05%	20,05%	40,64%	51,86%
	PDG REALT	2,15%	7,13%	24,86%	64,39%	84,60%
	RODOBENSIMOB	3,35%	10,75%	28,70%	35,98%	36,16%
	TECNISA	0,07%	17,38%	36,71%	36,71%	46,01%
	TENDA	1,10%	27,50%	44,07%	58,10%	132,90%
	TRISUL	0,10%	14,89%	25,32%	70,30%	-199,16%
	MÉDIA	1,57%	16,18%	29,79%	46,42%	59,83%
Exploração de Imóveis	BR MALLS PAR	4,45%	12,53%	49,93%	58,44%	59,83%
	GENERALSHOPP	0,00%	14,36%	14,36%	33,41%	72,66%
	IGUATEMI	1,31%	18,76%	19,08%	26,40%	-1988,92%
	INVEST TUR	1,05%	6,57%	12,66%	25,64%	40,44%
	MULTIPLAN	2,48%	19,52%	19,52%	33,23%	49,68%
		MÉDIA	1,86%	14,35%	23,11%	35,43%
Serviços Educacionanis	ANHANGUERA	1,29%	20,22%	35,05%	49,06%	62,07%
	ESTACIO PART	5,46%	19,91%	22,87%	34,78%	100,08%

	KROTON	-2,36%	25,71%	25,71%	27,71%	78,68%
	SEB	1,01%	14,04%	25,93%	43,95%	97,71%
	MÉDIA	1,35%	19,97%	27,39%	38,88%	84,63%
	IBOVESPA	0,62%	6,40%	12,03%	28,26%	46,02%

**Fonte: Resultados da pesquisa**

Os resultados apontam que todas as empresas apresentaram uma volatilidade média mais elevada das cotações nas novas ações frente ao mercado (Ibovespa), tanto no curto prazo (1,30 e 90 dias) quanto no longo prazo (180 e 360 dias) demonstrando que o risco de investir em tais ações são superiores ao risco de mercado, o que não se pode constatar em especial ao setor de exploração de imóveis que apresentou uma volatilidade para o prazo de 360 dias no valor de -353,26% que é absurdamente inferior ao Ibovespa fazendo com que haja a conversão das ações para mercado. As ações do IPO se mostram mais atrativas para o perfil de investidores designados como arrojados, ou seja, investidores que tomam maior risco dada a possibilidade de altos retornos, o que demonstra ainda que quanto maior a volatilidade, maior será a intensidade e a frequência de oscilações no preço do ativo (risco). Cabe salientar que os mesmos são excelentes como especuladores, porém possuem maior possibilidade de perda (prejuízos).

Este resultado está em sintonia com o que foi abordado por Carvalho e Pinheiro (2010) em seu estudo, que procurou investigar os retornos advindos dos ativos visados pelos agentes arrojados através da estabilização de preços e suas premissas.

Fica demonstrado neste estudo, que no curto prazo (até 90 dias) as novas ações emitidas através de processos de IPO, em média, proporcionam retornos superiores ao Ibovespa (média das ações mais transacionadas no mercado). Todavia, no período de um ano o retorno dessas novas ações já se mostra inferior ao Ibovespa, demonstrando que o investidor poderia maximizar sua rentabilidade investindo nesses novos ativos em curto prazo e, no longo prazo, a melhor alternativa seria investir nas ações já consolidadas no mercado (grande parte delas compõe o Ibovespa).

No que tange a volatilidade, a pesquisa explicita que essas novas ações emitidas têm variações na cotação de seus papéis superiores ao Ibovespa, o que demonstra maior risco de investir nestes papéis em relação ao principal índice de mercado.



## 7 CONCLUSÃO

O presente trabalho avaliou as emissões iniciais de ações – IPO's, no mercado brasileiro, durante o período de 2007. Foi utilizado como variáveis as principais empresas (em maior volume emitido) que realizaram o IPO no segmento da bolsa de valores brasileiro denominado novo mercado, como também, se levantou o retorno médio e as volatilidades médias das empresas em 1, 30, 90, 180 e 360 dias de negociação, comparando-as com o retorno e volatilidade do Ibovespa no mesmo período.

Com base na metodologia utilizada e o referencial teórico abordado, ficaram comprovadas as existências de distinções nos IPO's brasileiros onde são realizados com ou sem a presença de *underpricing*. No que tange ao retorno, este estudo reportou valores inferiores no curto prazo para os setores de exploração de imóveis e serviços educacionais frente ao Ibovespa, porém no longo prazo isso se configura a todos os setores envolvidos nesta pesquisa. Ademais, no que compreende a volatilidade desses ativos, percebe-se, nesta monografia, que os agentes que investiram nessas ações assumiram maior risco, dado que estes papéis tiveram maior oscilação em suas cotações.

Deve ser considerado que por se tratar de uma quantidade relativamente pequena de empresas, o resultado pode sofrer variações em amostras maiores. Outros testes podem ser feitos sobre esse assunto, como a abordagem de lançamentos com emissão firme e melhores esforços, a utilização de outros métodos de verificação (em especial a proposição de modelos econométricos para captar os efeitos de múltiplas variáveis no preço dos ativos) e outras abordagens que contemplem a assimetria informacional entre administradores e investidores.

Como limitações do estudo vale dizer que ocorreram dificuldades na obtenção da base de dados e informações das empresas de capital aberto. Em suma, apesar dessas dificuldades, esta pesquisa demonstrou que no curto prazo o IPO se mostrou rentável, enquanto no período de 360 dias isto não foi verificado em comparação ao Ibovespa. Este resultado é de extrema importância dado que existe certo otimismo dos investidores quanto à primeira oferta pública de ações, o que atrai novos investidores para este tipo de ativos. No entanto, nem sempre este otimismo se verifica no retorno das ações, principalmente após o período de 180 dias, além da maior volatilidade desses ativos em relação ao Ibovespa.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, Dante Mendes, AFONSO, Luís Eduardo, CAPPARELLI, Guilherme, SANTOS, Arioaldo dos. **As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho.** Universidade de São Paulo – USP, São Paulo – SP, 2009.

ALVES, Luisa Carneiro. **Ciclos de IPO's no Brasil de 2004 á 2012 – análise do desempenho via IPO.** Monografia de final de curso. Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro – RJ, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** São Paulo: Atlas, 2013.

BARBOSA, Tiago Claudino. **A abertura de capital o Brasil: análise do caso da positivo informática.** Monografia de final de curso. Universidade Federal do Paraná, Curitiba – PR, 2014.

BASTOS, Douglas Dias, NAKAMURA, Wilson Toshiro, DAVID, Marcelino, ROTTA, Uriel Antônio Superti. **A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil.** Revista de Gestão USP, v.16, n.3, jul/set. 2009.

BARROS, Thiago Sousa. **Ensaio em finanças corporativas internacionais: o impacto da crise econômica nos determinantes da estrutura de capital de empresas dos BRICS.** Fundação Getúlio Vargas, São Paulo – SP, 2014.

BATISTA, Amanda Freixo. SIQUEIRA, Benjamim de Souza. NOVAES, Juliane Furtado. FIGUEIREDO, Daniele de Moura. **Estrutura de capital: uma estratégia para o endividamento ideal ou possível.** XXV Encontro Nac. de Eng. de Produção. Porto Alegre, 2005.

BM&FBOVESPA. **Como e por que tornasse uma companhia aberta.** São Paulo, 2011

BM&FBOVESPA. **Ofertas públicas.** Disponível em <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas)>. Acessado em: 21 de Julho de 2016

CHARCHAT, Gerson Elias. **A triste história das aberturas de capital no Brasil.** Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro – RJ, 2000.

CAVALCANTE, Francisco, MISUMI, Jorge Yoshio, RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais: o que é e como funciona.** 7ª .E.d – Rio de Janeiro, Cap. 15, 2009.

CARVALHO, Antônio Gledson de, PINHEIRO, Douglas Beserra. **Determinantes da estabilização de preços em ofertas públicas iniciais de ações.** Revista Brasileira de Finanças, v.8, n.4, p. 443-468, 2010.

CAZAROTTO, Suila Ribolli, TRENTIN, Grazielle Ninbla Scussiato. **O desempenho econômico e financeiro das empresas com a abertura de capital – IPO.** Unoesc & Ciência, Joaçaba, v.3, n.1, p. 17-26, jan/jun. 2012.

DECEZARO, Felipe Londero. **Oferta pública inicial: resultados obtidos com a abertura de capital na bolsa de valores**. Trabalho de Conclusão de curso. Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis – SC, 2008.

FANCHIN, Fernando Bevilacqua e. **IPO's, getão de investimentos e desenvolvimento econômico: uma visão crítica**. Rio Bravo Fronteiras, 2010.

FILHO. Francisco Possidônio Ferreira, CRUZ. Alethéia Ferreira da, PIMENTA. Daiana Paula, CUNHA. Moisés Ferreira da. **Estrutura de capital e alavancagem financeira em micro e pequenas empresas goianas**. Revista Conjuntura Econômica Goiana, n.18, p. 71-81, outubro. 2011.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro – produtos e serviços**. 19.Ed. – São Paul: Qualitymark, 2013

GOLLO, Romário de Souza. **Mercado de capitais: uma contribuição para o entendimento do mercado acionário**. Trabalho de conclusão de curso de especialização em finanças. Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Porto Alegre – RS, 2009.

HOFFMANN. Ricardo, BORTOLUZZO. Adriana Bruscatto, MACHADO. Sérgio Jurandyr. **Impacto da estrutura de propriedade e do nível de governança corporativa no ajuste parcial de preços em um IPO**. Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo – SP, 2011.

OLIVEIRA. Guilherme Resende, TABAK. Benjamin Miranda, RESENDE. José Guilherme de Lara, CAJUEIRO. Daniel Oliveira. **Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica**. Trabalhos para Discursão, Brasília – DF, n.272, março. 2012.

OLIVEIRA. Raquel de Freitas, SCHIOZER. Rafael Felipe. **A recente onda de abertura de capital de bancos no Brasil**. Relatório de Estabilidade Financeira, p.161 – 181, Banco Central do Brasil. 2009.

PEREIRA, Cleverson Luiz. **Mercado de capitais**. 14.Ed.- São Paulo: Intersaberes, Cap. 03, 2013.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais – fundamentos e técnicas**. 5.Ed.- São Paulo: Atlas, 2009.

PIRES, Cesaltina. **Mercados e investimentos financeiros**. Lisboa: Escolar Editora, Cap. 02, 2011.

RAMOS, Sócrates Rocha. **Aberturas de capital no Brasil – uma análise das ofertas públicas iniciais de ações**. 4º Simpósio FUCAPE de Produção Científica. Vitória – ES, 2006.

SILVA. José Milton Almeida da, FAMÁ. Rubéns. **Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento**. Revista Administração, v.46, n.2, p. 178 – 190, abr/maio/jun. 2011.

SOARES, Taiany Abreu. **Qual o melhor momento para a abertura de capital? Analisando o timing dos IPO's das empresas brasileiras de energia a partir da teoria de opções**

**reais**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora – MG, 2011.

UCHIMURA, Eric Inohira. **Análise de desempenho de IPO's e inovação: estudo da influência do aporte de fundos de PE/VC**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Paraná, Curitiba – PR, 2011.