

FACULDADE NOVOS HORIZONTES

Programa de Pós-graduação em Administração – Mestrado

***UNDERPRICING E DESEMPENHO ACIONÁRIO EM IPOS DE
EMPRESAS BRASILEIRAS EM ANOS RECENTES***

José Rios Rodarte

Belo Horizonte

2009

José Rios Rodarte

***UNDERPRICING* E DESEMPENHO ACIONÁRIO EM *IPOS* DE
EMPRESAS BRASILEIRAS EM ANOS RECENTES**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Acadêmico da Faculdade Novos Horizontes, como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Antônio de Camargos

Linha de Pesquisa: Tecnologia, Gestão e Competitividade

Área de concentração: Organização e Estratégia

Belo Horizonte

2009

*A Jesus, meu amigo inseparável que não
me deixa esmorecer. E à minha família,
Sheila, Danielle e Danilo, pelo apoio que
me fez vencer mais uma etapa.*

AGRADECIMENTOS

Inicialmente a Deus, que em muitos momentos não desistiu de me ensinar sobre dependência, além de me proporcionar direção, disposição, sabedoria e provisão.

À minha esposa Sheila, que me deu o sustento para enfrentar este desafio.

À minha filha Danielle que, de forma graciosa e despretensiosa, vem me ensinando com suas percepções de jovem.

Ao meu filho Danilo, que me fez espairar em momentos oportunos.

Aos meus pais, que me ensinaram os princípios básicos da persistência e da luta pelos objetivos. Obrigado, mãe, pelas suas orações.

Ao professor Dr. Marcos Antônio de Camargos, pelo incentivo constante, orientações incansáveis, conselhos, críticas e por sempre acreditar na realização de um trabalho de qualidade.

À professora Dra. Cristiana Fernandes de Muijder, pelas sugestões e críticas que qualificaram este trabalho e pela confiança de uma parceria.

Ao professor Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo que, com sua vasta experiência na teoria de finanças, proporcionou direcionamentos indispensáveis na qualificação deste trabalho.

Ao professor Dr. Wendel Alex Castro Silva, pelas considerações e apoio importantes na qualificação deste trabalho.

Ao meu colega de mestrado Ronaldo Barbosa de Souza que, em momento oportuno e com muito carinho, aconselhou-me e chamou a minha atenção para que não desprezasse todo o *know-how* conquistado ao longo de uma carreira.

Aos demais colegas de mestrado, destacando Pedro Paulo, Ivan Moreira, Fabiana Lana e Lana Porto, pelo incentivo, confiança e amizade.

Ao doutorando Marcelo Rodrigues, pela amizade e sugestões sempre ponderadas, neste meu novo desafio de carreira.

Ao professor José Maria Felipe Lima, pela confiança e apoio, atitudes fundamentais e decisivas que influenciaram minha vida profissional.

*Não há sabedoria alguma, nem
inteligência alguma, nem plano algum que
possa opor-se ao Senhor.*

Rei Salomão

RESUMO

Após a instituição dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) pela Bovespa, juntamente com o cenário de otimismo econômico mundial, elevou-se nos últimos anos o número de *Initial Public Offering (IPO)* de empresas no mercado brasileiro. Assim como ocorre em outros mercados, retornos positivos são observados no dia da abertura, fenômeno conhecido como *underpricing*, e efeitos negativos são observados no longo prazo. Este trabalho avaliou o desempenho acionário de empresas brasileiras que realizaram *IPO* em algum nível de governança diferenciada da Bovespa, entre 2002 e 2007. Na avaliação do desempenho de curto, médio e longo prazos, foram analisados dados de 82 empresas que realizaram *IPO* no período acima e feitas comparações entre os níveis de governança da Bovespa, mais especificamente o Nível 2 e o Novo Mercado, bem como nos diferentes anos do período. Como *proxy* do desempenho acionário foram utilizadas as variáveis *Initial Returns (IR)*, *Beta*, *Abnormal Return (AR)*, *Buy-and-Hold Market-Adjusted Returns (BHAR)*, *Average Monthly Market-Adjusted (MMAR)* e *Valor de Mercado/Valor Patrimonial (VM/VP)*. Na análise estatística foram realizados os testes *t* de *Student* (paramétrico) e o de *Wilcoxon Signed Rank Test* (não-paramétrico) com nível de significância de 5%. Para a amostra com todas as empresas (n=82), foi constatado um *underpricing* médio de 5,79%, uma redução média no valor de mercado de 32% na variável VM/VP, além de retornos negativos de 16,93% no *BHAR* e 0,97% na *MMAR*, considerando o desempenho de longo prazo. No sentido de comparar os resultados por NDGC e por ano, utilizou-se a técnica ANOVA, constatando-se que não há indícios de *underpricing* diferenciado entre os NDGC em *IPOs* de anos recentes. No longo prazo, o valor de mercado do Nível 2 não foi alterado, mas para o Novo Mercado houve uma queda de 33% neste valor, apurado pela variável VM/VP. Já na análise separada por ano, o período de 2007 apresentou o pior desempenho. A título de conclusão, em consonância com resultados de outras pesquisas, foram encontrados retornos positivos no curto prazo e negativos no longo prazo. Percebeu-se também, que o *underpricing* é uma prática adotada no mercado de *IPO* brasileiro, assim como ocorre em outros mercados de capitais desenvolvidos.

Palavras-chave: *Underpricing*. *IPO*. Desempenho acionário. Governança corporativa.

ABSTRACT

After the foundation of Different Levels of Corporate Governance (DLCG) by the Bovespa, with the scenario of the global economic optimism, in recent years the number of Initial Public Offering (IPO) of companies on the Brazilian market have increased. As in other markets, positive returns are observed on the opening day, a phenomenon known as underpricing, and negative effects are observed in the long run. This study evaluated the stock performance of Brazilian companies that performed IPO at some level of differentiated governance of the Bovespa, between 2002 and 2007. In evaluating the performance of short, medium, and long run, data from 82 companies that performed IPO in the time frame mentioned above was analyzed, and comparisons were made between the levels of Bovespa governance, particularly the level two and the new market, as well as in different years of time frame. As a proxy of the stock performance were used the variables: Initial Returns (IR), Beta, Abnormal Return (AR), Buy-and-Hold Market-Adjusted Returns (BHAR), Average Monthly Market-Adjusted (MMAR) e Market Value/Equity Value (MV/EV). In the statistical analysis were performed the t Student test (parametric) and Wilcoxon Signed Rank Test (non-parametric) with a significance level of 5%. For the sample with all firms (n = 82) was found an average underpricing of 5.79%, a average reduction in the market value of 32% in variable MV/EV, and negative returns of 16.93% in BHAR and 0.97% in MMAR, considering the performance over the long run. In comparing the results by DLCG and by year, the technique ANOVA was used, showing that there were no indications of underpricing between DLCG in IPOs in recent years. In the long run, the market value of the Level 2 wasn't changed, but for the new market was a decrease of 33% in value determined by the variable MV/EV. Already in separate analysis by year, the year 2007 showed the worst performance. In conclusion, in line with results from other studies, positive returns were found in the short run and negative in the long run. It was also noted confirming that the underpricing is a practice adopted in the IPO market in Brazil, as occurs in other developed capital markets.

Key words: underpricing; IPO; Stock Performance; Corporative Governance

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Comparação das exigências separadas por NDGC (continua).....	35
Quadro 2 – Trabalhos Empíricos sobre a GC no Mercado Brasileiro (continua)	37
Quadro 3 – Trabalhos que apontam evidências para as causas do <i>underpricing</i>	46
Quadro 4 – Trabalhos que apontam evidências de <i>underpricing</i> (continua)	50
Quadro 5 – Resumo das variáveis adotadas para a pesquisa	65
Quadro 6 – Janelas de observação.....	68
Quadro 7 – Resumo das variáveis adotadas e as devidas fontes de pesquisa.....	71
Quadro 8 – Resumo dos resultados nacionais de <i>underpricing</i> apresentados nesta pesquisa ..	94
Quadro 9 – Principais resultados de longo prazo apresentados em pesquisas nacionais	94
Quadro 10 – Evidências encontradas no curto, médio e longo prazos.....	94

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evidência internacional de <i>underpricing</i> de curto prazo.	44
Gráfico 2 – Percentual de <i>IPOs</i> com ou sem <i>underpricing</i>	73
Gráfico 3 – Evolução anual do número de <i>IPOs</i> em relação ao percentual de <i>underpricing</i>	74
Gráfico 4 – Percentual de relação <i>underpricing</i> x <i>IPO</i> , separado por NDGC.....	75
Gráfico 5 – Comparação do desempenho VM/VP com e sem <i>underpricing</i>	83
Gráfico 6 – Posicionamento anual dos resultados mensurados pela variável <i>AR*</i>	86
Gráfico 7 – Posicionamento anual dos resultados mensurados pela variável <i>BHAR*</i>	87
Gráfico 8 – Posicionamento anual dos resultados mensurados pela variável <i>MMAR*</i>	88
Gráfico 9 – Evolução anual do valor de mercado em relação ao valor patrimonial	89
Gráfico 10 – Evolução do desempenho acionário segmento Novo Mercado*	92
Gráfico 11 – Evolução do desempenho acionário segmento Nível 2*	92
Gráfico 12 – Comparação do VM/VP entre os níveis de listagem.....	93

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Comparação do número de empresas listadas por países emergentes.....	26
Tabela 2 – Nº de <i>IPOs</i> e retornos <i>short-run</i> entre 1960 a 1996 nos EUA.....	39
Tabela 3 – Distribuição anual de <i>IPOs</i> , separados por NDGC* (continua).....	69
Tabela 3 – Distribuição anual de <i>IPOs</i> , separados por NDGC* (conclusão).....	70
Tabela 4 – Teste de normalidade para todas as variáveis estudadas.....	77
Tabela 5 – Resumo estatístico com aplicação do teste de significância.....	78
Tabela 6 – Resumo estatístico das variáveis com significância estatística de 1% e 5%, para amostras com ou sem <i>underpricing</i> (continua).....	82
Tabela 7 – Resumo estatístico das variáveis com significância estatística de 1% e 5%, separadas por períodos.....	85
Tabela 8 – Variáveis selecionadas pela técnica ANOVA.....	89
Tabela 9 – Resumo estatístico das variáveis com significância estatística de 1% e 5%, separadas por segmento de listagem.....	91

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR – American Depositary Receipt

AR – Adjusted Return

BDR – Brazilian Depositary Receipt

BHAR – Buy-and-Hold Market-Adjusted Returns

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

GC – Governança Corporativa

HEM – Hipótese de Eficiência de Mercado

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IGC – Índice de Governança Corporativa

IPO – Initial Public Offering

IR – Initial Returns

MM – Modigliani e Miller

MMAR – Average Monthly Market-Adjusted Returns

N1 – Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa

N2 – Nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa

NDGC – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

NM – Novo Mercado

SAS – Statistical Analysis Software

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

SEO – Seasoned Equity Offerings

SOx – Lei Sarbanes-Oxley

VM – Valor de Mercado

VP – Valor Patrimonial

VPL – Valor Presente Líquido

YTM – *Yield to Maturity*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	14
1.2	JUSTIFICATIVA	15
1.3	OBJETIVOS	17
1.3.1	OBJETIVO GERAL	17
1.3.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	17
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO	17
2	REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1	OS DESAFIOS DAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO NO BRASIL	19
2.2	MERCADO DE CAPITAIS E O CENÁRIO BRASILEIRO	22
2.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA	30
2.3.1	OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E NOVO MERCADO	34
2.4	INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)	38
2.5	UNDERPRICING	40
2.5.1	UNDERPRICING COMO CUSTO INDIRETO DE EMISSÃO	42
2.5.2	MÉTODOS DE PRECIFICAÇÃO COMO REDUTOR DE UNDERPRICING	47
2.6	ASSIMETRIA INFORMACIONAL	51
2.7	MENSURAÇÃO DE DESEMPENHO ACIONÁRIO	55
2.7.1	VARIÁVEIS DE ANÁLISE	57
3	METODOLOGIA	66
3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA	66
3.2	UNIDADES DE ANÁLISE	67
3.3	UNIDADES DE OBSERVAÇÃO	67
3.4	DADOS E AMOSTRA DE PESQUISA	68
3.5	VARIÁVEIS E ANÁLISE DE DADOS	70
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	73
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA TOTAL	73
4.2	ANÁLISE DOS RESULTADOS DE TESTES ESTATÍSTICOS	76
4.3	ANÁLISE DO UNDERPRICING DA AMOSTRA TOTAL	78
4.4	ANÁLISE DO DESEMPENHO ACIONÁRIO DE CURTO, MÉDIO E LONGO PRAZOS	80
4.5	ANÁLISE DO DESEMPENHO ACIONÁRIO SEPARADO POR ANO	84
4.6	ANÁLISE DO DESEMPENHO ACIONÁRIO SEPARADO POR SEGMENTO DE GC	90
5	CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS	95

REFERÊNCIAS	99
APÊNDICES	108
ANEXOS	123

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do Tema e Definição do Problema

O aumento do número de empresas que abriu publicamente o capital no Brasil tem chamado a atenção dos meios acadêmicos, empresariais e imprensa especializada em finanças. Após a implantação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) pela Bovespa em 2001, o número de listagem foi crescente a cada ano. Em 2006 foram vinte quatro processos de aberturas de capital, enquanto em 2007 foram cinquenta e oito, representando um crescimento acima de 140% no período (BOVESPA, 2008).

A abertura de capital consiste em uma opção de capitalização para empresas emissoras em processo de crescimento e, por outro, novas opções para agentes superavitários da economia que buscam alternativas de investimentos além do mercado de renda fixa.

Nesse contexto, Pasin *et al.* (2006) afirmam que o *Initial Public Offering (IPO)*, expressão em inglês para abertura de capital, apareceu como uma oportunidade para investidores institucionais e minoritários que buscavam expressivos retornos no curto prazo. Pondera-se, no entanto, que esse retorno, muitas vezes é viabilizado por meio do mecanismo conhecido como *underpricing*, que resulta da diferença (positiva) entre o preço definido no fechamento de uma ação no seu primeiro dia de negócio realizado na bolsa e o preço de oferta definido no processo de precificação (ELTON *et al.*, 2004).

Dessa forma, pode se afirmar que *underpricing* é o termo adotado na literatura internacional para deságio ou sub-precificação. Trata-se de um tema muito pesquisado em países desenvolvidos e que recentemente passou a ser objeto de estudo entre pesquisadores brasileiros, tendo em vista se tratar de uma importante estratégia de atração de novos investidores nos *IPOs*.

A tendência de repetição do *underpricing* em *IPOs* foi comprovada pelo trabalho de Ritter e Welch (2002), que constataram que de 1980 a 2001, no mercado mobiliário norte-americano, as ações fecharam com uma alta média de 18,8% acima do preço estabelecido no dia do *IPO*. Pasin *et al.* (2006) também fizeram uma análise e concluíram que no Brasil, de maio de 2004 a abril de 2006, o *underpricing* também foi utilizado pelas empresas, pois o retorno médio das ações no dia do *IPO* aproximou-se dos 10%.

Tendo em vista o desenvolvimento do aparato regulatório do país em anos recentes (reforma da Lei 6.404/76), os esforços de instituições do mercado de capitais brasileiro em aumentar a transparência e melhorar a intermediação financeira como por exemplo CVM e Bovespa (criação dos NDGC), cuja consequência foi o aumento crescente do número de *IPOs*, com destaque no ano de 2007 (*hot issue*), observa-se que ainda é reduzido o número de estudos realizados no mercado acionário brasileiro cujo interesse foi avaliar o desempenho acionário exclusivamente de empresas que abriram o capital em algum NDGC.

Neste contexto, a questão que norteou esta pesquisa foi: **Os *IPOs* realizados em anos recentes por empresas brasileiras apresentaram *underpricing* e proporcionaram aos investidores ganhos anormais no curto, médio e longo prazos?**

1.2 Justificativa

Observa-se que foi crescente o número *IPOs* no Brasil no período de 2002 a 2007, despertando algumas discussões sobre as causas para essa elevação e buscando reconhecer se esses motivos têm relação com o cenário econômico atual, vivido por países em desenvolvimento.

Rogers, Ribeiro e Securato (2006) admitem uma relação direta entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. No entanto, esses mesmos autores concordam que há proposições contrárias. Teixeira (2005) amplia essa visão ao afirmar que o desenvolvimento econômico é determinante do desenvolvimento do mercado de

capitais brasileiro. Esse mesmo autor acrescenta que um mercado de capitais desenvolvido se dá pela conquista de um padrão sustentável de crescimento econômico.

Inseridos nesses estudos sobre a relação crescimento econômico e mercado de capitais desenvolvido, os temas governança corporativa e *IPO* têm sido alvos de muitas discussões em vários setores. Alguns pesquisadores avaliaram o comportamento do mercado de capitais brasileiro, destacando-se os trabalhos de Aggarwal, Leal e Hernandez (1993), Camargos e Barbosa (2006), Carvalho (2000 e 2002), Ribeiro Neto e Famá (2001), Rogers, Ribeiro e Securato (2006), Saito e Maciel (2006), dentre outros.

Assuntos como a entrada de investidores estrangeiros, estímulo a boas práticas de governança corporativa, migração de investidores do mercado de renda fixa para o mercado de renda variável, elevação do número de *IPOs* recentes no Brasil, comportamento da valorização dos preços de títulos emitidos por empresas listadas nos NDGC da Bovespa e deságio concedido no dia da emissão, entre outros, são alguns exemplos de discussões teóricas bastante abordadas nos últimos anos.

O tema proposto nesta pesquisa é uma resposta à indagação sobre a viabilidade em adquirir papéis de empresas que abriram o capital recentemente, já que um dos objetivos do investidor é obter o maior lucro com o menor risco. A discussão e análise desse tema tem utilidade para investidores interessados em conhecer o impacto do *underpricing* no *IPO* e sua repercussão no longo prazo. Possibilita também, aumentar as fontes de pesquisas empíricas que oferecem subsídios teóricos para decisões de novas empresas entrantes, já que o *underpricing* envolve custos de emissão.

Lex (2007) afirma que o *underpricing* foi bastante discutido na literatura internacional entre os anos oitenta e noventa do século passado. No entanto percebe-se que, somente em anos recentes, é que o tema tem despertado interesse de pesquisadores brasileiros, devido ao crescimento do mercado nos últimos cinco anos. Este trabalho possibilitará a ampliação do conhecimento sobre o tema e maiores possibilidades de estudos futuros.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Identificar a presença de *underpricing* e analisar o desempenho acionário de curto, médio e longo prazos de *IPOs* recentes realizados por empresas brasileiras.

1.3.2 Objetivos Específicos

De forma secundária, buscando ampliar o rol de informações e análise, os objetivos específicos deste trabalho são:

- a) identificar o valor de abertura de cada empresa, disponibilizado pelo banco de dados Economática;
- b) identificar os *IPOs* que adotaram estratégia de *underpricing*, observável por meio da valorização acionária no primeiro dia de negociação;
- c) identificar e analisar o comportamento do valor das ações no dia e nas janelas de estudo;
- d) identificar se existem diferenças no desempenho acionário das empresas por período e por nível diferenciado de governança corporativa;

1.4 Estrutura do trabalho

Este trabalho está estruturado em seis seções, incluindo esta introdução, que contempla a definição do tema e do problema discutido, além do objetivo e a justificativa para a realização desta pesquisa.

Na seção dois desenvolve-se a fundamentação teórica, com uma abordagem sobre o mercado de capitais no Brasil, sua formação e sua recente evolução. Também avalia-

se o conceito de boas práticas de governança corporativa e o incentivo dos princípios, pela introdução de níveis diferenciados de governança corporativa para empresas listadas na Bovespa. Discutem-se os aspectos teóricos e o panorama dos recentes *IPO* ocorridos no Brasil. Amplia-se esta dissertação por meio de uma abordagem sobre o *underpricing*, com observação centrada em resultados de pesquisas empíricas internacionais e nacionais e discussões sobre assimetria informacional. Por último, discorre-se sobre as variáveis de análise adotadas para avaliação do desempenho acionário de curto, médio e longo prazos.

Na seção três são tratados os procedimentos metodológicos utilizados nesta pesquisa, além do esclarecimento sobre o tratamento estatístico adotado.

A discussão e análise dos dados obtidos no banco de dados do sistema Económica, sua tabulação, seleção e tratamento estatístico, se encontram na seção 4, análise dos resultados

Na seção 5, são feitas algumas considerações e conclusões sobre a pesquisa e seus resultados, além de propor estudos futuros que continuem ou abordem o tema com uma perspectiva de análise diferente. As referências consultadas na elaboração deste estudo são apresentadas na seção 6.

Por fim, os ANEXOS A e B apresentam um resumo de vários estudos internacionais sobre desempenho dos *IPOs* no curto, médio e longo prazo e os APÊNDICES apresentam as empresas que compõem a amostra total, além de incluir as tabelas e gráficos sobre o tratamento estatístico desenvolvido nesta pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Os desafios das políticas de investimento e financiamento no Brasil

Crescer e manter-se no mercado é um caminho desafiador para as empresas que estão constituídas no atual cenário econômico mundial. São vários os fatores do ambiente micro e macro econômicos que podem influenciar o desempenho das organizações, principalmente após a queda das fronteiras do comércio internacional e também pelo cancelamento de várias barreiras de entrada. Diante disso, os gestores precisam estabelecer planejamentos e decisões visando a manutenção da empresa como um potencial *player* do mundo empresarial global. Vian e Walter (2007) observam um movimento de empresas brasileiras interessadas em se fortalecer para enfrentar esse dinâmico mercado que se delinea. Os mesmos autores citam Aranha (2002)¹, ao afirmar que:

Diante do novo cenário mundial de alta competitividade nas empresas e com a globalização dos mercados, observa-se um grande número de empresas que precisam crescer para continuarem sendo competitivas e com lucratividade atraente para seus investidores ou sócios (VIAN e WALTER, 2007, p. 38).

Nesse contexto, de alguma forma, o elemento concorrência está presente nos negócios empresariais. No Brasil, com a abertura dos mercados na década de noventa do século XX, essa concorrência acirrou-se consideravelmente. Eventos como fusão, aquisição e privatização tornaram-se comuns, sendo bastante discutidos no meio acadêmico e empresarial. Com isso surgiram grandes corporações adequando-se ao novo modelo de mercado. A abertura da fronteira econômica nacional proporcionou também a entrada de novos concorrentes estrangeiros, com uma estrutura de sucesso e larga tradição no próprio setor de atuação.

Esse novo cenário foi suficiente para que os administradores percebessem a importância do acerto nas tomadas de decisões financeiras e, principalmente, nas

¹ARANHA, B. C. A governança corporativa e o mercado de capitais. UERJ. Rio de Janeiro. 2002.

decisões de longo prazo. As principais áreas de decisões financeiras da firma são: a política de investimento, a política de financiamento e a política de distribuição de dividendos (VAN HORNE, 1974).

Diante disso, o administrador financeiro foi levado à posição de destaque ao lado de outros decisores, compelindo-os a cumprir o objetivo básico da administração financeira que é a maximização da riqueza dos proprietários, conforme Weston e Brigham (2000) e Ross, Westerfield e Jaffe (2007) e Assaf Neto (2003). Sobre isso, Camargos (2002, p. 27) acrescenta:

Para que uma firma maximize o seu valor, é necessário um equilíbrio ótimo entre essas três áreas de decisão. Deve captar recursos via financiamentos na combinação mais adequada à sua estrutura de capital, otimizando o seu nível de endividamento, contrabalançando-o com o de recursos próprios (autofinanciamento) e empregá-los em projetos de investimentos que sejam rentáveis.

Para potencializar o valor das ações toda empresa precisa investir adequadamente na sua atividade. Segundo explica Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005), investimento é toda aplicação de capital em algum ativo objetivando receber um determinado retorno. Essa política de investimento de longo prazo varia de acordo com o ramo de negócio da empresa e envolve o lançamento de novos produtos, abertura de novos mercados, reposição de maquinários e aquisição de empresas concorrentes, entre outros. No entanto, nem toda empresa está devidamente preparada para esses investimentos. Um dos obstáculos é a necessidade de capital suficiente para bancá-los. Daí surge mais uma importante ação da gerência financeira que é a decisão de financiamento a longo prazo.

Diante da escassez de recursos de capital verificada no Brasil a decisão de financiamento é tão importante quanto a decisão de investimento. Uma decisão inadequada de financiamento pode comprometer todo o planejamento financeiro. Diante disso, o gestor financeiro precisa decidir sobre as duas fontes possíveis de captação: recursos obtidos com capital próprio ou com capital de terceiros. Enquanto o capital de terceiros é fornecido por agentes superavitários por meio das instituições financeiras, com concessão de empréstimos com prazo pré-estabelecido de

pagamentos e cobrança de remuneração, o capital próprio é fornecido por proprietários e acionistas, que se submetem a um determinado risco, interessados na valorização do capital.

Outra fonte de capital próprio é a retenção dos lucros obtidos com a atividade, amplamente discutida e conhecida por teóricos de administração financeira como política de dividendos ou teoria dos dividendos de Modigliani e Miller (MM). Segundo Miller e Modigliani (1961), em mercados de capitais eficientes e perfeitos a política de dividendos não tem relevância para a maximização da riqueza dos acionistas, principalmente considerando-se uma determinada política de investimento isenta dos problemas de agência. Essa teoria é contestada pelo fato de que os mercados têm imperfeições como assimetria de informações entre empresa e investidores e alíquotas de impostos diferenciadas entre dividendos e ganhos de capital, levando os investidores ao processo de seleção.

Ross, Westerfield e Jaffe (2007) conceituam dividendos como um retorno sobre o capital fornecido à empresa, considerando o lucro acumulado ou parte do lucro auferido, que é distribuído em dinheiro aos acionistas após a conclusão de um exercício social. Na política ótima de dividendos a difícil decisão do gestor é analisar o custo e a adequada proporção de retenção e distribuição que permitirá a maximização do preço das ações.

No entendimento de Ross, Westerfield e Jaffe (2007) a política de dividendos é um tema controverso, pois há motivos legítimos para que empresas paguem dividendos expressivos mas, da mesma forma, há motivos suficientes para que empresas paguem dividendos reduzidos. Para os autores, a política de dividendos pode fornecer informações ao mercado sobre o desempenho da empresa. Além disso, a distribuição no tempo é outro fator importante. Isto quer dizer que a decisão de distribuir lucros agora ou reter para reinvestir e distribuir depois não é uma tarefa simples.

O consenso entre diversos autores da teoria financeira como Ross, Westerfield e Jaffe (2007) e Weston e Brigham (2000) é que não há uma fórmula capaz de prever o preço das ações de uma empresa a partir do impacto da política de dividendos adotada. O

que é comum na teoria de finanças corporativas é o entendimento de que o mercado de capitais desponta como uma opção para a captação de recursos direcionados ao financiamento de investimentos de longo prazo.

Nesse contexto, Assaf Neto (2007) elege o mercado de capitais como um dos principais instrumentos no processo de desenvolvimento econômico. Rogers, Ribeiro e Securato (2006) corroboram afirmando que existe uma relação direta entre mercado de capitais e crescimento econômico, destacando que o mercado financeiro e o de capitais exercem papel de grande importância uma vez que potencializam o uso de recursos financeiros com a transferência destes recursos dos agentes superavitários para os deficitários, ampliando as condições de liquidez e gestão de riscos.

2.2 Mercado de capitais e o cenário brasileiro

Um mercado de capitais desenvolvido possui uma estrutura capaz de atender as necessidades de agentes superavitários que buscam novas alternativas de investimentos esgotadas no mercado financeiro e também de agentes deficitários, interessados em capital para completar as estratégias de crescimento e investimento. De acordo com Pinheiro (2007), no mercado de capitais a capitalização é proporcionada pelo ingresso dos investidores como participantes dos empreendimentos da empresa, com o caráter de sócios.

Assaf Neto (2007, p. 75) afirma que o mercado de capitais é “o grande municiador de recursos permanentes para a economia”, salientando que a obtenção de financiamento com prazo de pagamento indeterminado é uma das vantagens que o mercado de capitais oferece, por meio da emissão e subscrição de ações.

Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005, p. 260) ampliam essa visão ao afirmar que “a existência de um mercado de capitais ativo sinaliza o quão desenvolvida é uma economia”. Esses autores citam algumas contribuições que o mercado de capitais oferece para o desenvolvimento econômico do país: amplia o fluxo de capital dos

agentes superavitários para o investimento em indústrias, comércio e serviços; facilita processos de privatização; amplia a transparência das empresas participantes; facilita a entrada de aplicação do capital externo na economia; possibilita aos investidores maior diversificação e promove o crescimento auto-sustentado do país por meio da elevação do nível de poupança.

Outros autores que corroboram essa visão são Cavalcante, Misumi e Rudge (2005), pois afirmam que a condição essencial para o desenvolvimento econômico de um país é um mercado de capitais forte.

Conforme Medeiros e Ramos (2004) o desempenho do mercado de capitais de um país depende de variáveis como: 1) o desempenho macroeconômico; 2) a taxa de câmbio; 3i) o risco-país; 4) o desempenho dos mercados de capitais internacionais; 5) a inflação; 6) as taxas de juros internas. Segundo os autores, a análise conjunta dessas variáveis pode explicar o clima do mercado bursátil de uma determinada economia e suas possíveis tendências.

O desempenho macroeconômico é geralmente medido pelo crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). Diante disto, um aumento no PIB reflete-se na elevação da lucratividade e, conseqüentemente, no aumento do preço das ações.

Em relação à taxa de câmbio, Medeiros e Ramos (2004) afirmam que essa variável impacta o mercado de capitais de duas maneiras diferentes. Como parte da dívida pública mobiliária interna é composta por títulos indexados à variação cambial, um aumento no câmbio pode elevar a dívida e afetar negativamente os aspectos macroeconômicos, desmotivando investimentos no mercado de capitais. No entanto, um aumento na taxa de câmbio também pode favorecer as empresas exportadoras, gerando aumento de lucros, empregos e, conseqüentemente, influenciando o crescimento econômico e o estímulo de investimento no mercado de capitais².

O risco-país gera uma influência indiscutível sobre o mercado de capitais. Um risco elevado afugenta os investidores para mercados com riscos inferiores. Nesse caso, o

² Ressalta-se que essas condições são válidas para o contexto econômico brasileiro até o ano 2004.

custo de atração se eleva, pois a disposição dos investidores em assumir riscos superiores requer uma correlação proporcional de retornos mais elevados. Um estudo sobre o impacto de boas práticas de governança corporativa sobre o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, elaborado por Rogers e Ribeiro (2004) concluiu que o Risco Brasil tem forte influência sobre os índices Ibovespa (índice que mede o desempenho médio de uma carteira teórica de ações mais líquidas, negociadas na Bovespa) e Índice de Governança Corporativa (IGC). Segundo os autores “os determinantes do Risco Brasil afetam o índice Ibovespa assim como afetam a valorização do mercado de capitais mesmo depois das empresas adotarem “boas práticas de governança corporativa”, fato esse evidenciado pelo índice IGC” (ROGERS e RIBEIRO, 2004, p. 1).

Quanto ao desenvolvimento dos mercados de capitais internacionais, Medeiros e Ramos (2004) atestam que a partir da internacionalização dos mercados há uma forte relação entre os mercados internos e externos. Acrescentam que vários estudos já comprovaram a correlação positiva entre o desempenho dos diversos mercados do mundo. Ainda afirmam que as variações do mercado de capitais brasileiro, sofrem influências das variações do mercado de capitais norte-americano.

Nos últimos meses, com o advento da chamada “bolha imobiliária” no mercado financeiro norte americano, a correlação positiva dos mercados pôde ser verificada pelas oscilações dos principais índices das Bolsas no mundo. Cada anúncio dos órgãos econômicos oficiais dos Estados Unidos (EUA), de caráter positivo ou negativo para o mercado bursátil, impacta o humor do investidor local e, às vezes, na mesma proporção, dos investidores de mercados externos.

A influência da taxa de juros no mercado interno impacta consideravelmente a escolha do investimento. Se o governo aumenta a taxa básica de juros da economia (SELIC), desencadeia diversas situações no mercado financeiro e de capitais. Os investidores tenderão a optar pela renda fixa em detrimento da renda variável (redução do custo de oportunidade). O consumo poderá ser desmotivado e, conseqüentemente, haverá redução de investimentos empresariais.

Todas essas situações, provocadas pela elevação da taxa de juros, além de outros fatores, reduzirão o crescimento econômico, o que desestimulará o mercado de capitais. A inflação esperada, geralmente representada pela taxa de juros de curto prazo, conforme Medeiros e Ramos (2004), impacta negativamente a economia e o mercado de capitais, pois inibe e reduz a atividade real por estarem negativamente correlacionadas.

No caso específico do Brasil, o mercado de capitais passou por uma evolução muito lenta devido a fatores como índice elevado de inflação, pouca transparência na divulgação e obtenção de informações financeiras das empresas e elevados juros oficiais que atraíam muitos investidores para a renda fixa (investimentos com risco reduzido e taxa de retorno pré-fixada). Rogers, Ribeiro e Securato (2006) afirmam que houve um relativo crescimento econômico na década de noventa, mas que pouco afetou o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, devido aos seguintes motivos:

1) baixa capitalização bursátil; 2) inexpressivo volume transacionado; 3) poucas emissões primárias; 4) reduzido número de companhias abertas; 5) alta concentração das transações em poucas ações; e 6) baixa liquidez (ROGERS, RIBEIRO e SECURATO, 2006, p. 1).

Para corrigir essa atrofia Pinheiro (2007) afirma que a efetividade do mercado de capitais dependerá de dois requisitos básicos: investidores dispostos a investir e empresas dispostas a abrir o capital. No entanto, esse mesmo autor acrescenta que, no caso brasileiro, fica evidente a ausência desses dois requisitos.

Nesse contexto, Pinheiro (2007) destaca algumas características do mercado de capitais nacional: 1) a volatilidade traz insegurança e o caráter imediatista dos investidores transforma-os em especuladores; 2) a cultura empresarial brasileira opõe-se às práticas de governança corporativa como transparência e equidade no tratamento de acionistas minoritários e majoritários; 3) existe baixo número de empresas de capital aberto negociado em Bolsa, consistindo em uma base inadequada para um mercado dinâmico.

Isto é comprovado, ainda segundo o mesmo autor, pela evolução de companhias listadas em bolsa, mostrando que em 1994 havia 544 empresas. Já em 2005, após 12 anos passados, esse número reduziu-se para 343 empresas, representando uma queda de quase 37% no número de empresas listadas na Bovespa. Vale ressaltar que o corte inicial da amostra coincide com a implantação do Plano Real (plano econômico de estabilização da moeda nacional)

Possivelmente, eventos como fusão, aquisição, privatização, custos de emissão e manutenção, dentre outros, podem ter contribuído para a redução do número de empresas listadas. No entanto, o mesmo autor acrescenta com outro dado esclarecedor: de 2002 a 2004 oitenta e oito empresas adotaram um caminho oposto, ou seja, fecharam o capital.

Comparando-se o número de empresas de capital aberto listadas em Bolsa, entre países emergentes, tem-se:

Tabela 1 – Comparação do número de empresas listadas por países emergentes

Países	Número de empresas	PIB (em US\$ bilhões)
China	1.223	1.237
México	169	642
Índia	6.566	502
Coréia do Sul	679	462
Brasil	399	449
Taiwan	641	282
Tailândia	398	126
África do Sul	451	105
Argentina	114	103
Chile	246	65
Hungria	351	64

Fonte: Pinheiro, 2007, p. 129. (Dados obtidos em dezembro de 2002)

Comparando-se com os países desenvolvidos, em 2002 os EUA possuíam 6.590 empresas listadas, Espanha 3.015, Reino Unido 2.272 e Japão 2.153. Confrontando com os dados de alguns países de economia emergente com os de economias desenvolvidas, constata-se a pouca representatividade da base de empresas listadas em Bolsa no Brasil, conforme afirmado por Pinheiro (2007). Ressalta-se que em 2008

esse número passou para 442 empresas listadas, representando um crescimento de apenas 10,72% em cinco anos. Martins, Silva e Nardi (2006) afirmam:

O mercado de capitais nacional é reduzido, pois o número de empresas listadas é pequeno, bem como o montante de títulos emitidos, volume negociado etc., caracterizando, assim, um baixo desempenho no país, se comparado com países semelhantes no que tange ao grau de desenvolvimento (MARTINS, SILVA e NARDI, 2006, p. 6).

Peixe (2003) fez um diagnóstico do mercado de capitais no Brasil mostrando, historicamente, alguns entraves para a impulsão desse mercado. Na década de 50 vigorava a lei da usura, conforme decreto 22.626 (1933), no qual não se cobrava juros acima de 12% a.a., enquanto a taxa de inflação ultrapassava esse índice. Nesse sentido, os investidores substituíam os ativos financeiros por ativos reais.

A autora ainda destaca que foram várias as intervenções governamentais ao longo da história econômica nacional cujo objetivo foi desenvolver o mercado de capitais. Em 1965, com a dispersão dos dispositivos legais a respeito deste mercado, a autora cita a Lei 4.728/65³ como solução em estabelecer padrões de conduta para os *players* do mercado de capitais.

Após essa medida houve significativas oscilações nos volumes negociados no mercado, levando os responsáveis pela política econômica brasileira a elaborar e aprovar a Lei 6.385/76 que estabeleceu a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável por regulamentar e fiscalizar as atividades e serviços do mercado de valores mobiliários, conforme site do Banco Central do Brasil (2008).

A década de 90 do século passado foi impulsionada pela entrada de capital estrangeiro e, conseqüentemente, pela onda de privatizações, fusões e aquisições. Paralelamente a essas recentes mudanças chegou-se a uma estabilidade econômica, resultado de uma drástica redução dos índices de inflação e da inserção de uma moeda mais forte, controladas por uma política cambial. Esse diagnóstico elaborado em pesquisa

³ Lei do Mercado de Capitais: primeira lei específica que reunia os dispositivos legais já existentes e acrescentava novas regras sobre o tema, além de criar instituições específicas do mercado.

realizada por Peixe (2003) mostra que o mercado de capitais no Brasil é muito recente, com progresso lento e com inúmeros desafios.

Somente nessa década foi revisada a Lei das S.A., nº 6.404/76, por meio da Lei nº 10.303/01 que objetivou fortalecer a CVM e aperfeiçoar o mercado de capitais, acrescentando princípios de governança corporativa. Entretanto, esses avanços ficaram aquém do esperado.

Medeiros e Ramos (2004) afirmam que o mercado acionário brasileiro oscila entre momentos de euforia e de estagnação: “o mercado acionário no Brasil tem comportamento espasmódico, intercalando momentos de crescimento vertiginoso e até eufórico, com períodos relativamente longos de estagnação e desânimo” (MEDEIROS e RAMOS, 2004, p. 1). Explicações para isso seriam o pouco interesse das empresas em abrir o capital, a falta de cultura nacional para construir poupança em ações, o custo elevado de abertura de capital e manutenção, a pouca liquidez e falta de proteção ao minoritário.

Outro diagnóstico para a atrofia do mercado de capitais brasileiro é efetuado por Barros *et al.* (2000), ao defenderem que a falta de desenvolvimento deste mercado não decorreu da inexistência de instrumentos legais ou institucionais mas do fechamento da economia. Os mesmos autores explicam que com o fechamento as empresas mantinham-se protegidas contra concorrentes externos e, conseqüentemente, a necessidade de investimentos e financiamentos era reduzida, podendo ser atendidas pelos próprios lucros retidos e por concessões de créditos oficiais com juros subsidiados, ofertados por bancos de desenvolvimentos como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Barros *et al.* (2000) afirmam ainda que os empresários não tinham motivos suficientes que os impulsionavam para o estudo de viabilidade de abertura. Pelo contrário, a estrutura empresarial familiar, a disponibilidade de recursos financeiros e o fechamento da economia eram características que justificavam a decisão de não abertura. Somavam-se a essas algumas implicações como a redução de poder do empresário e

a necessidade de divulgação de informações. Conforme os autores, esses obstáculos tiraram qualquer possibilidade de crescimento do mercado de capitais nacional.

Carvalho (2000) corrobora essas afirmações citando três fatores determinantes que desmotivaram a abertura de capital no Brasil: o *underpricing*, as despesas administrativas elevadas e a perda de confidencialidade. O *underpricing*, é destacado pelo autor como um dos mais sérios obstáculos de abertura, pois cria dificuldades para os investidores avaliarem adequadamente os papéis pela falta de parâmetro de preço. Esse deságio serve como atrativo para o mercado, mas representa um ônus ao custo de captação de recursos.

Rogers, Ribeiro e Securato (2006) afirmam que os poucos instrumentos de proteção aos investidores minoritários também figuram como fatores determinantes da atrofia do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Rogers, Ribeiro e Securato (2006) e Carvalho (2000) dentre outros, corroboram a premissa de um mercado ineficiente causado pela baixa proteção aos investidores minoritários. Barros *et al.* (2000), afirmam que outros pesquisadores também desenvolveram trabalhos, nos quais verificou-se que os países que oferecem proteção aos minoritários apresentam as seguintes características:

1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); 4) maior número de *IPOs* (normalizado pelo tamanho da população); 5) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; e 6) a avaliação de mercado das empresas, medida através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior (BARROS *et al.*, 2000, p. 10).

Barros *et al.* (2000) ainda concluem que o principal instrumento de promoção do mercado de capitais é a governança corporativa, pois tanto proporciona segurança para o investidor quanto reduz o custo de captação para as empresas. Esses dois fatores poderão elevar o número de investidores e de empresas interessadas em entrar no

mercado de capitais. Dessa forma, o grande desafio é a criação de alguns casos de sucesso e sua conseqüente repercussão.

Realmente, há um consenso entre muitos pesquisadores, além de Barros *et al.* (2000), quando entendem que a governança corporativa deverá atrair empresas e investidores a ingressarem no mercado de capitais brasileiro.

Tendo em vista que o tema governança corporativa é destacado por diversos autores como um instrumento impulsionador do mercado de capitais, a partir desse ponto este trabalho abordará tal tema, no sentido de ampliar os conhecimentos sobre alguns pilares de governança corporativa e discorrer sobre as aplicações desses pressupostos no mercado de capitais brasileiro.

2.3 Governança corporativa

As boas práticas de governança corporativa (GC) têm sido destacadas como um instrumento de incentivo para os investidores minoritários ingressarem no mercado de capitais. Em outras palavras, é uma forma de atrair também as chamadas camadas populares de investidores.

Governança corporativa, segundo Martins, Silva e Nardi (2006) é um termo originário dos países anglo-saxões, chegando ao Brasil na década de noventa. Iquiapaza, Gruberger e Santos (2007) afirmam que a governança corporativa é estudada há mais tempo nos países desenvolvidos, mas somente nessa década esse tema tem ganhado destaque nos estudos nacionais devido à falta de consenso na sua definição.

Andrade e Rossetti (2006) afirmam que existe um conjunto de diversidades relacionado ao tema GC devido ao seu recente desenvolvimento. Para esses autores, os conceitos de GC que mais se aproximam dos processos e dos objetivos da alta gestão podem ser separados em quatro grupos: 1) conceitos que focalizam os direitos dos acionistas, principalmente os minoritários; 2) conceitos que atentam para o conjunto de relações

entre a direção, conselhos, acionistas e outros interessados; 3) conceitos que se preocupam com a estrutura de poder; 4) conceitos que enfatizam GC como um sistema normativo que regulamenta as relações da empresa, no âmbito interno e externo.

Na intenção de sintetizar a abrangência e a diversidade do tema governança corporativa, Andrade e Rossetti (2006) selecionaram as palavras chaves que se destacaram nos quatro grupos: valores, direitos, relações, governo, poder e normas. Sendo assim, conforme afirmam os autores, na tentativa de uma síntese conceitual, governança corporativa pode ser definida como:

Conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos proprietários e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim (ANDRADE e ROSSETTI, 2006, p. 149).

Silveira, Barros e Famá (2004, p. 4) conceituam governança como “o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores.”

Esse conceito é mais restrito se comparado ao elaborado por Andrade e Rossetti (2006), porém não incompleto. Inúmeros outros conceitos foram elaborados por diversos autores mas os conceitos de Andrade e Rossetti (2006) e Silveira, Barros e Famá (2004) são suficientes para abordar uma visão comum aos conceitos elaborados na teoria.

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a Governança Corporativa constitui-se em um conjunto de mecanismos que objetiva assegurar aos investidores o retorno dos seus investimentos, minimizando os problemas de agência⁴ e os seus custos. Nessa mesma linha, para Andrade e Rossetti (2006) o tema governança corporativa começou a ser estudado e discutido devido ao conflito de agência entre acionistas e gestores e entre os grupos de acionistas majoritários e minoritários.

⁴ Problemas de agência – desalinhamento entre os interesses dos acionistas e os dos administradores (Andrade e Rossetti, 2006, p. 203).

Camargos e Barbosa (2006) acrescentam que a governança corporativa pode ser entendida como um corolário (desenvolvimento natural) das teorias da firma e da agência. Essas teorias já estabelecidas buscam solucionar os problemas oriundos de interesses distintos entre propriedade e controle.

A governança corporativa busca evitar, assim, o choque de interesses atribuído ao gestor e acionistas oportunistas. Pela FIG. 1, Andrade e Rossetti (2006) esclarecem como a governança corporativa tenta harmonizar esses dois tipos de conflito.

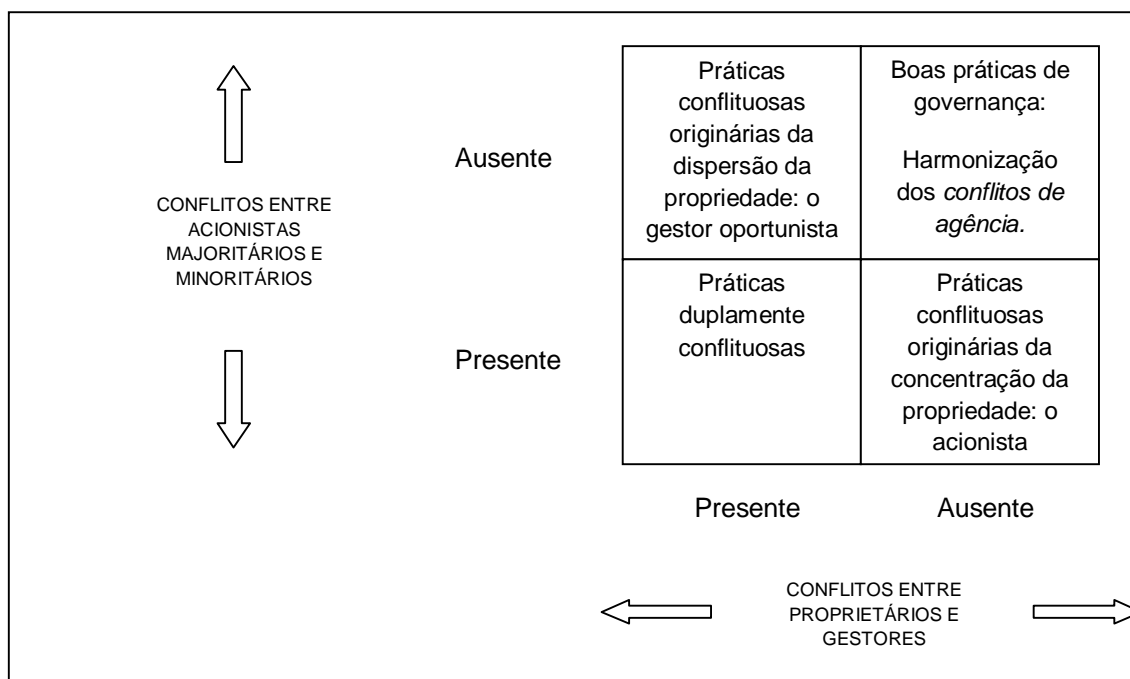


Figura 1 – Harmonização dos conflitos derivados da concentração da propriedade
 Fonte – ANDRADE E ROSSETTI, 2006, p. 132.

Em todos os conceitos discutidos, Andrade e Rossetti (2006) ampliam essa visão ao destacar quatro valores que sustentam e configuram concepções e práticas, além de processos de alta gestão:

- a) *fairness* – senso de justiça e equidade, objetivando um tratamento igualitário entre acionistas majoritários e minoritários;

- b) *disclosure* – transparência das informações prestadas;
- c) *accountability* – prestação adequada de contas, baseada nas melhores práticas de contabilidade e auditoria;
- d) *compliance* – cumprimento das normas reguladoras, tanto em relação à empresa, quanto às instituições legais do país.

Os mesmos autores consideram que esses valores constituem uma das mais importantes dimensões da governança corporativa, pois estão presentes de forma implícita ou explícita nos conceitos abordados e também nos códigos de boas práticas que designam parâmetros baseados na conduta ética, devendo ser praticados na direção das empresas.

A prática de governança corporativa surgiu nos Estados Unidos pela força e pressão dos fundos de pensão sobre as empresas emissoras de papéis. Esses fundos exigiram mais transparência e informações dessas empresas com objetivo de limitar o poder dos acionistas controladores.

Segundo Andrade e Rossetti (2006), esses valores foram fundamentos para estabelecer as principais normas da Lei Sarbanes-Oxley. A promulgação dessa lei, em julho de 2002, pelo congresso dos Estados Unidos, incentivando boas práticas de governança, surgiu no período que o mercado norte-americano passava por escândalos e fraudes contábeis.

Sobre essa lei, a premissa é simples e contundente: “a boa governança corporativa e as práticas éticas do negócio não são mais requintes – são leis” (Andrade e Rossetti, 2006, p.182). É destacável o impacto dessa lei e das mudanças que ela provocou na legislação de outros países.

No Brasil, seguindo premissas da Lei Sarbanes-Oxley e incentivos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Bovespa implantou Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) e o Novo Mercado, como segmentos de listagens que incorporam exigências além da regulamentação. A intenção era promover o mercado de capitais,

principalmente elevando os conceitos de transparência e equidade, a fim de conquistar o investidor minoritário e reduzir a concentração de proprietários.

2.3.1 Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado

Rabelo *et al.* (2007) afirmam que o tema governança corporativa tem ganhado destaque no Brasil. Esses autores citam duas recentes ações da política econômica: a Lei 10.303 promulgada em 2001, que reformulou a Lei 6.404 de 1976 (Lei das S/As) e a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) pela Bovespa em dezembro de 2000.

A intenção da reforma da lei foi atrair e proteger melhor os acionistas minoritários, além de criar uma espécie de selo de qualidade - os níveis especiais - para os investidores que procuram papéis de empresas mais transparentes.

Lex (2007) afirma que a criação dos níveis especiais pela Bovespa foi, em parte, uma espécie de reação ao comportamento das firmas brasileiras que passaram a emitir títulos no mercado bursátil americano, por meio de *American Depositary Receipts* (ADRs)⁵.

A continuidade ou ampliação dessa prática de emissão externa poderia representar grandes perdas de negócios locais, devendo ser combatida. A migração para o exterior por meio de ADRs foi considerado um dos motivos da atrofia da Bovespa por Ribeiro Neto e Famá (2001). Uma das soluções foi estabelecer listagens com algumas regras especiais de transparência e governança, que representasse as proteções semelhantes aos investidores oferecidas no mercado norte-americano.

Segundo Andrade e Rossetti (2006) o Nível 1 objetiva melhorar as informações financeiras ao mercado, além de promover a dispersão acionária. O Nível 2, além de conter as exigências do Nível 1, amplia direitos dos acionistas minoritários. No Novo

⁵ ADRs são certificados de ações, emitidos por bancos americanos, com lastro em papéis de empresas brasileiras.

Mercado estão incluídas as exigências dos níveis 1 e 2, acrescidas da obrigatoriedade de emissão de ações exclusivamente ordinárias e 100% de *Tag Along* (instrumento que promove a extensão do prêmio de controle aos acionistas minoritários).

Diversos autores como Lex (2007), Carmargos e Barbosa (2006), Peixe (2003), Carvalho (2002) e Ribeiro Neto e Famá (2001), afirmam que o conceito de Novo Mercado foi baseado no modelo alemão *Newer Market*. Esse modelo de segmento diferenciado de listagem surgiu na Alemanha diante da necessidade de reestruturação para adequar-se ao lançamento do Euro (moeda única européia). O *Newer Market* também tinha o objetivo de incentivar a abertura pública de capital de pequenas empresas, caracterizadas pela baixa volatilidade, além de estimular investimentos de *venture capital*⁶. De acordo com documento publicado no site da Bovespa o objetivo é criar

um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas, que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* (divulgação/transparência) adicionais em relação ao que é exigido pela legislação (BOVESPA, 2008).

O QUADRO 1 resume as principais exigências indicadas para cada nível segundo informado no site da Bovespa (2008). Analisando-se este quadro, percebe-se que o Novo Mercado possui o mais alto nível de exigência.

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	25% até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25%	No mínimo 25%	No mínimo 25%
Características das Ações Emitidas	Somente ações ON mas é permitida a existência de PN	Somente de ações ON	ON e PN (com direitos adicionais)	ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)

Quadro 1 – Comparação das exigências separadas por NDGC (continua)

Fonte – Elaborado pelo autor da dissertação com dados extraídos do site da Bovespa (2008)

⁶ *Venture capital* (capital de risco) constituem-se de investidores interessados em direcionar recursos para empresas nascentes, assumindo um risco maior, com objetivo de aumentar a taxa de retorno no longo prazo (ASSAF NETO, 2007, p. 191).

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo

Quadro 1 – Comparação das exigências separadas por NDGC (conclusão)

Fonte – Elaborado pelo autor da dissertação com dados extraídos do site da Bovespa (2008)

A partir no ano 2000, ficou estabelecido que toda empresa precisa definir o nível adequado de adesão para novas emissões públicas de capital. Para empresas com capital aberto e que não fizeram novas listagens após a implantação do NDGC, a adesão é voluntária.

As exigências podem ser encaradas como atrativos ou obstáculos. Os primeiros são enfatizados pelas empresas como oportunidades de atrair novos investidores minoritários, que valorizam conceitos de transparência.

Peixe (2003) avaliou 21 empresas listadas em um dos NDGC até março de 2003, interessada em verificar as suas reações sobre algumas exigências apresentadas no QUADRO 1. Constatou-se que os requisitos são interpretados de forma distinta. Algumas empresas reconhecem essas exigências como atrativos e outras como obstáculos (APÊNDICE F).

Outra constatação da autora é que as empresas investigadas demonstraram um interesse de se adequar às exigências de governança e transparência no médio prazo. No entanto, destaca-se que o requisito de controle era tratado como obstáculo, com perspectiva de adesão no longo prazo. No período da pesquisa só havia duas emissões no Novo Mercado, ocorridas no ano de 2002.

Com o passar dos anos, de forma surpreendente e diferente das intenções percebidas nessa pesquisa, dos sessenta e quatro *IPOs* realizados em 2007, quarenta e três foram listados no segmento Novo Mercado, segundo dados da Bovespa (2008). Uma das explicações pode ser o interesse das empresas no investidor minoritário, possibilitando

a diversificação de propriedade e cumprindo uma das metas da CVM/Bovespa com a implantação dos NDGC.

De acordo com Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), o desenvolvimento do mercado de capitais depende da instituição de boas práticas de governança corporativa, sendo que a adoção de um sistema de governança eficaz aumenta a liquidez, o volume de negociação e, conseqüentemente, a valorização das ações.

Resultados diferentes foram encontrados por Camargos e Barbosa (2006), contradizendo a afirmação de Rogers, Ribeiro e Sousa (2005). Os autores desenvolveram uma pesquisa buscando reconhecer se há evidências de impacto positivo sobre a liquidez e valorização acionária de quarenta e nove empresas que aderiram a algum nível especial de governança corporativa da Bovespa. Constataram que a adesão em algum NDGC ou NM não aumentou a riqueza dos acionistas no período analisado, mas aumentou a liquidez, destacando-se no longo prazo tanto para as ações preferenciais como ordinárias. O QUADRO 2, desenvolvido por Camargos e Barbosa (2006), apresenta uma síntese de pesquisas empíricas evidenciando que a adesão ao novo mercado e NDGC não causou o impacto positivo sobre o desempenho acionário.

Outra pesquisa que relacionou a adesão a práticas de governança corporativa ao desempenho das empresas foi realizada por Mello (2007). O autor constatou que, no geral, empresas do setor de energia não tiveram desempenho superior após aderir a níveis especiais de governança corporativa da Bovespa.

Autor	Objetivo(s)	Conclusões / Constatações
Comerlato, Terra e Braga (2002)	avaliar se houve uma reação positiva do mercado de capitais brasileiro à adesão ao Nível 1 de GC da Bovespa, por meio de um estudo de eventos	constataram que a adesão formal das empresas da amostra ao Nível 1 foi em média estatisticamente insignificante, sinalizando o não reconhecimento pelo mercado de capitais brasileiro às novas regras de GC
Carvalho (2003)	analisar o impacto da adesão aos NDGC sobre o comportamento das ações na Bovespa	concluiu que a migração para os níveis de GC teve impacto sobre a valorização das ações, além de identificar um aumento no volume de negociação e liquidez e uma redução da exposição a fatores macroeconômicos

Quadro 2 – Trabalhos Empíricos sobre a GC no Mercado Brasileiro (continua)

Fonte: Elaborado por (CAMARGOS e BARBOSA, 2006, p. 3-4)

Autor	Objetivo(s)	Conclusões / Constatações
Aguiar, Corrar e Batistella (2004)	analisar o impacto da adesão ao Nível 1 de GC sobre o comportamento das ações na Bovespa	concluíram que não ocorreram mudanças positivas significativas com a migração para o Nível 1
Batistella <i>et al.</i> (2004)	Analisar o impacto da adesão ao Nível 1 de GC da Bovespa sobre: a quantidade média, volume médio (\$) e preço médio das ações	concluíram que não ocorreu uma maior valorização das companhias que adotaram diferenciadas práticas de governança
Lima e Terra (2004)	analisar a reação do mercado à adesão às regras de GC	concluíram que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de GC, apesar de que a adesão às regras da Bovespa não produziu uma reação diferenciada significativa no mercado

Quadro 2 – Trabalhos Empíricos sobre a GC no Mercado Brasileiro (conclusão)

Fonte: Elaborado por (CAMARGOS e BARBOSA, 2006, p. 3-4)

2.4 Initial Public Offering (IPO)

Os recentes incentivos e instrumentos introduzidos no mercado de capitais brasileiro têm impulsionado a elevação do número de *IPOs* nos últimos anos. Apesar de crescente, principalmente nos anos 2006 e 2007, o número de listagens aprovadas, ainda é irrisório quando comparados a mercados estrangeiros. De acordo com o site da Bovespa (2008), entre 2000 e 2005 foram listadas menos de dez empresas em cada ano, enquanto em 2006 foram 26 empresas listadas. Já em 2007 o número de *IPO* elevou-se consideravelmente, pois foram sessenta e quatro aberturas de capital, sendo oito aberturas no nível 1 de GC, sete no nível 2, quarenta e três no NM – Novo Mercado e seis lançamentos de *Brazilian Depositary Receipt*⁷ (*BDR*).

Mesmo com essa euforia tais números são considerados muito pequenos se comparados ao mercado norte-americano. Nesse mercado, Ritter (1998) cita uma pesquisa de Ibbotson, Sindelar e Ritter (1994, p. 5)⁸ que investigaram o número de *IPOs* realizados entre 1960 até 1996 (TAB. 2). O autor informa que o número total de *IPOs* foi de 13.308 no período, com um retorno médio de curto prazo (*short-run*) de 15.8%. Esse número equivale a mais de um *IPO* realizado por dia útil.

⁷ *BDR* refere-se à colocação de títulos no Brasil por empresas estrangeiras

⁸ Disponível em: IBBOTSON, R. G.; SINDELAR, J. E RITTER, J. The market's problems with the pricing of initial public offerings. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, 1994. p. 66-74.

Tabela 2 – Nº de *IPOs* e retornos *short-run* entre 1960 a 1996 nos EUA.

Ano	Nº de <i>IPOs</i>	Retorno Inicial Médio <i>short-run</i>
1960-1969	2.661	21.2%
1970-1979	1.658	9%
1980-1989	5.155	15.3%
1990-1996	3.834	15.6%
Total	13.308	15.8%

Fonte: Adaptado pelo autor da dissertação a partir do trabalho de RITTER (1998)

Segundo Assaf Neto (2007) a abertura pública de capital constitui-se e justifica-se como uma das opções de financiamento dos investimentos de longo prazo que as empresas planejam, pois se caracteriza como a entrada de um aporte de capital permanente para promover o crescimento e a modernidade de suas atividades.

O *underwriting* constitui-se de uma operação em que uma empresa emite e coloca valores mobiliários no mercado primário objetivando atrair novos sócios pela subscrição e integralização de novas ações. No entanto, o *IPO* também pode ser operado de forma secundária por meio da oferta de um grande lote de ações, definido na literatura estrangeira como *block trade*. Nesse caso, o lote de ações ofertado pertence a um acionista ou grupo de acionistas, que por sua vez é o receptor do capital. Assim não há entrada de recursos financeiros para a empresa, apenas para o acionista ofertante.

Decidir pelo *IPO* requer avaliar custos de entrada e de manutenção. Assaf Neto (2007) informa que o processo requer avaliar custos legais e institucionais, de divulgação e publicidade (*road show*⁹), custos com intermediários financeiros (*underwriter*) e custos administrativos. Um desses custos é relativo ao processo de *bookbuilding*. Na literatura internacional destacam-se os artigos de Cornelli e Goldreich (2001 e 2003) e Ritter e Welch (2002). Os autores avaliam os processos de alocação e precificação pelo *bookbuilding*. Nessas pesquisas realizaram-se testes empíricos com objetivo de comprovar que as informações de intenções de compra, adquiridas nos processos de *bookbuilding*, são importantes para a fixação do preço no dia do *IPO*. Outros autores como Ljungqvist, Jenkinson e Wilhelm Jr. (2001) e Peres (2003) constataram a importância do *bookbuilding* como processo redutor do fenômeno *underpricing*.

⁹ Evento utilizado para apresentar a empresa (emissora) a potenciais investidores institucionais ou majoritários.

Há um consenso sobre a existência do *underpricing* em processos de *IPOs* e uma ampla discussão sobre as causas na literatura estrangeira. Na literatura nacional essa discussão é mais recente. A próxima seção expõe algumas discussões importantes sobre o tema.

2.5 *Underpricing*

O *underpricing* é percebido e conceituado de diversas formas na literatura nacional e estrangeira, como fenômeno, anomalia, obstáculo, presente das empresas ofertantes e estratégia de atração em ambientes de elevada assimetria informacional. É importante ressaltar que algumas dessas interpretações complementam-se. Considerado como estratégia, pode-se dizer que o presente ofertado torna-se o objeto de atração, por ser um ganho rápido e fácil.

No entanto, a percepção das firmas interessadas em *IPO* sobre o custo pode diferenciar-se. Para algumas, o custo inerente pode ser considerado um obstáculo e para outras um dispêndio com retorno futuro. Medeiros e Ramos (2004, p. 8) afirmaram que o “*underpricing* constitui-se como um dos mais sérios obstáculos à abertura de capital”.

Quando observado por pesquisadores o evento pode ser tratado como uma anomalia ou fenômeno a ser analisado. Toniato (2007) apresenta o *underpricing* como um fenômeno e uma anomalia. O autor também considera o *underpricing*, como uma estratégia de sinalização para compensar a assimetria de informação entre emitentes e investidores.

Como anomalia, o *underpricing* começou a ser investigado na década de 70, tendo se multiplicado em *IPOs* de vários mercados mundiais. Segundo Toniato (2007), pensava-se que o mercado aprenderia com a anomalia que, com o tempo, seria corrigida. No entanto, Ritter e Welch (2002), por meio de testes empíricos, comprovaram que o

underpricing não foi um evento isolado de um determinado mercado e que, ao longo do tempo, demonstrava uma tendência de crescimento.

Godoy e Costa (2007) consideram o *underpricing* um fenômeno, definindo-o como subvalorização, proposital ou não, dos ativos em *IPO*. Segundo esses autores o *underpricing* pode ser traduzido literalmente por subpreço e consiste no deságio que os bancos de investimento, combinados com os emissores ou não, concedem sobre os preços dos papéis no dia do *IPO*. Leal e Saito (2003) complementam que *underpricing* é o termo internacional para deságio e constitui a diferença percentual entre o preço de oferta e as cotações posteriores no mercado secundário.

Pasin *et al.* (2006) também o tratam como fenômeno, considerando-o ainda como presente e problema. Os autores afirmam que o problema do *underpricing* no primeiro dia de oferta é um fenômeno amplamente conhecido no mercado norte-americano. Também citam que os pesquisadores estrangeiros questionam os motivos para as empresas presentear os investidores com retornos acima da média no dia do *IPO*.

Saito e Pereira (2006) também fazem referência ao *underpricing* como fenômeno:

Estudos como os de Ritter (1991, 1998), Aggarwal et alii (1993), Ritter e Welch (2002) e Ljungqvist (2005) mostram a regularidade empírica de altos retornos no primeiro dia de negociação das ofertas, em inúmeros mercados internacionais, que caracterizam o **fenômeno** do deságio (ou *underpricing*) desde a década de 60 (SAITO E PEREIRA, 2006, p. 301, grifo nosso).

Os mesmos autores também destacam o *underpricing* como estratégia de atração, com objetivo de ampliar o número de investidores interessados, possibilitando a redução de aquisições hostis.

Diante disso, pode-se considerar que o *underpricing* é um custo indireto de emissão bancado pela empresa emissora. O custo direto de emissão consiste nas comissões pagas ao *underwriter*. Um *underwriter* com maior reputação ou prestígio exige comissões mais elevadas. No entanto, segundo Michaely e Shaw (1994) e Dunbar

(2000) esse *underwriter* mais qualificado tende a acertar o preço de emissão, proporcionando menor deságio e desempenho superior no longo prazo.

Na seção posterior será discutido o *underpricing* como um “dinheiro deixado na mesa”, ou seja, um custo indireto que as empresas incorrem para realizar o *IPO*, conforme Ritter (2006).

2.5.1 *Underpricing* como custo indireto de emissão

Muitos são os autores que levantam questão sobre o *underpricing*, considerando-o como um entrave para a empresa que está interessada em abrir o seu capital, devido aos custos inerentes ao deságio. Segundo Medeiros e Ramos (2004), o *underpricing*, juntamente com elevadas despesas administrativas e a perda de confidencialidade é um dos principais fatores que desmotiva a abertura de capital no Brasil. Entretanto, para o autor, ofertar ações com deságio é uma estratégia para atrair o investidor que, por sua vez, não possui informações e exigirá um retorno superior em função do risco

No meio acadêmico internacional, o tema *underpricing* é bem discutido entre diversos autores, como Baron, Aggarwal, Ljungqvist, Ritter, Rock, Welch, dentre outros citados nesta pesquisa. A discussão baseia-se na verificação das causas e das repercussões do deságio no primeiro dia do *IPO*, além de investigar o desempenho futuro.

Toniato (2007) afirma que Stoll e Curley (1970)¹⁰ foram os pioneiros em pesquisar os retornos anormais no primeiro dia do *IPO*. Posteriormente, um dos trabalhos mais referenciados foi o de Ibbotson (1975). O autor avaliou as emissões de ações ordinárias no mercado norte-americano, na década de 60 do século passado, constatando que o retorno, um mês após o lançamento, foi de 11,4%. Com isso, o resultado positivo foi suficiente para confirmar que as ofertas foram praticadas com *underpricing*. Ibbotson (1975) afirma que o *underpricing* é um instrumento que possibilita satisfazer os

¹⁰ Disponível para consulta em STOLL, H. R.; CURLEY, A. J. Small business and as new issues market for equities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.5, 1970, p. 309-322.

investidores com bom retorno (prêmio) no primeiro dia do *IPO*, mas que também objetiva atraí-los em novas emissões sem deságio.

Baron (1982) afirma que a empresa emissora compensa o *underwriter* com autonomia por esse deter mais informações do mercado. Utilizando-se da autonomia, o *underwriter* concede deságio na emissão para atrair mais investidores.

A atração dos investidores também é uma justificativa do *underpricing* definido por Rock (1986). Para o autor, os investidores são segregados em informados e desinformados. Os informados custeiam a aquisição e análise de informação e exigem retornos superiores aos custos. Com isso, esses investidores só buscam os *IPOs* com elevados retornos positivos esperados. Já os investidores desinformados (varejo) não possuem essas informações relevantes e investem indiscriminadamente em todos os *IPOs*, principalmente nos de pior retorno.

Segundo Rock (1986) isso afasta os investidores de varejo que ficam desestimulados para novos ingressos no mercado. Em contrapartida, o *underwriter* busca manter o interesse desses investidores desinformados com o deságio. Esse modelo de assimetria informacional entre investidores é denominado por Rock (1986) de maldição do vencedor (*winner's curse*).

Em seguida, Tinic (1988) desenvolveu mais pesquisas sobre o tema, constatando que o banco de investimento, responsável pela colocação dos títulos no mercado, interessa-se pelo *underpricing* por considerá-lo um meio de proteção contra possíveis processos judiciais que porventura poderão ser movidos por clientes descontentes, prejudicando a sua reputação.

Ritter (1991) considerou as evidências de que o preço inicial de oferta não é demasiadamente baixo. O que é exagerado, segundo o autor, é o preço de fechamento no dia do *IPO*. Portanto, possivelmente essa é a causa para resultados inferiores no longo prazo (*long-run*) em estudos que avaliam o desempenho anormal.

Pelo GRAF. 1, Loughran, Ritter e Rydqvist (1994) apresentam os resultados que foram obtidos em pesquisas realizadas por diversos autores, atualizados em 2006, no qual avaliaram desempenho de curto prazo de *IPOs* realizados em 39 países.

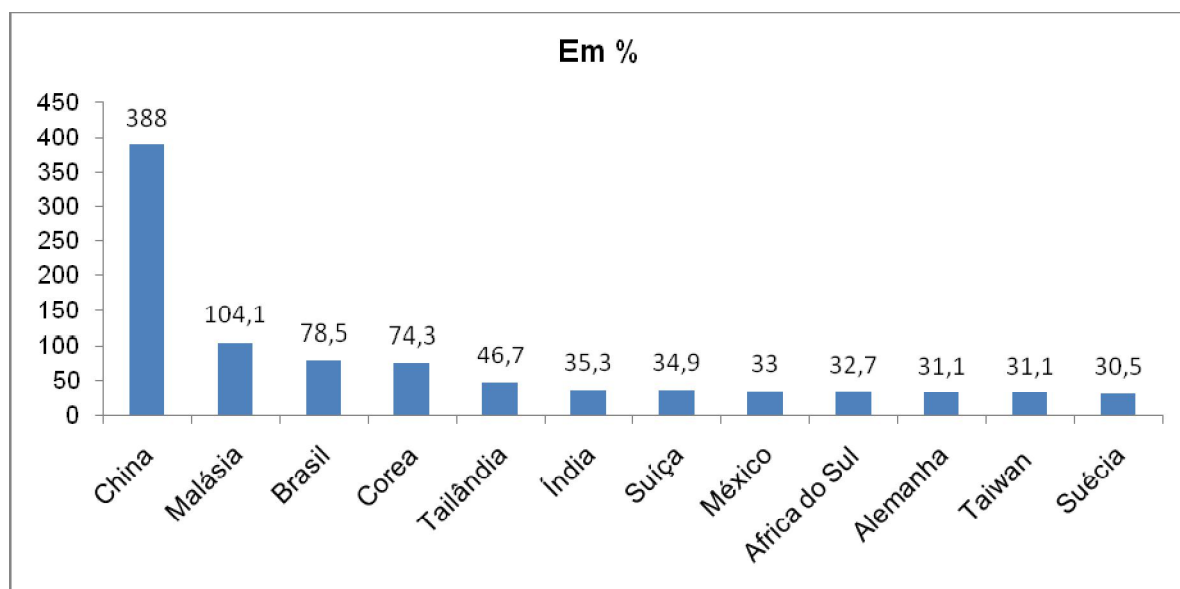


Gráfico 1 – Evidência internacional de *underpricing* de curto prazo.

Fonte: Adaptado pelo autor da dissertação. Dados obtidos a partir do trabalho de LOUGHRAN, RITTER e RYDQVIST (1994), atualizados pelos mesmos autores em janeiro de 2006 (ANEXO A)

Vale destacar que em doze países o retorno foi superior a 30% no curto prazo. Os resultados dos demais países são inferiores a 30% e podem ser consultados no ANEXO A.

Toniato (2007) aponta que em períodos de altas no volume de *IPOs* (*hot issue*), tanto em quantidade quanto em captação, há uma tendência para o aumento de *underpricing*, além de apontar tendências de desempenho acionário inferior no longo prazo.

Outra contribuição sobre aumento de *underpricing* em períodos *hot issue* está disponível no trabalho de Ritter (1984). O autor fez uma comparação entre períodos *hot issue* e períodos *cold issue*. Para os períodos “quentes”, Ritter (1984) analisou 15 meses, estendendo-se de janeiro de 1980 a março de 1981, constatando um *underpricing* médio de 48,4%. Já em períodos “frios”, englobando os anos de 1977 a

1982, o retorno inicial médio foi de 16,3%. O autor constatou que em períodos *hot issue*, o *underpricing* tende a ser maior.

Para Krigman, Shaw e Womack (1999) o *underpricing* é intencional em períodos de emissões "quentes" (*hot issue*). O objetivo central do *underwriter* e da empresa emissora é aumentar a demanda pelo título atraindo, pelo deságio, os investidores institucionais.

Os mesmos autores também informam que o comportamento oportunista de venda no primeiro dia de fechamento após o *IPO*, estratégia conhecida no mercado por *flipping*, ajuda na previsão do desempenho da ação no longo prazo. Portanto, segundo Krigman, Shaw e Womack (1999), *IPO* com *flipping* elevado tende a apresentar pior desempenho no longo prazo.

Ritter (2006) usa a expressão "dinheiro deixado na mesa" para explicar que o *underpricing* é a opção que a empresa emissora tem de não captar todo o recurso que o processo de *IPO* lhe proporciona. Welch (1989) afirma que o *underpricing* varia de acordo com o tamanho da firma quando há assimetria informacional. Para o autor, as melhores empresas tendem a realizar *IPO* com maior deságio, objetivando recuperar este custo em emissões futuras, no qual o preço dos papéis estaria mais elevado.

No Brasil, as pesquisas sobre *underpricing* são mais recentes. Aggarwal, Leal e Hernandez (1993) são alguns dos autores que realizaram pesquisas avaliando o fenômeno no mercado brasileiro. Os pesquisadores investigaram 62 ofertas iniciais brasileiras entre os períodos de 1980 a 1990. O resultado demonstrou a existência de *underpricing*, no qual os investidores obtiveram retorno médio de 78,5% no primeiro dia de lançamento e desempenho inferior no longo prazo.

Saito e Maciel (2006) examinaram vinte e sete *IPOs* brasileiros entre janeiro de 1999 a março de 2006, encontrando um *underpricing* médio de 6%. Também constataram que o nível de *underpricing* está relacionado positivamente à demanda e à reputação do *underwriter*. Os autores também afirmam que a alocação diferenciada para investidores estrangeiros influencia o deságio.

Procianoy e Cigerza (2008) realizaram estudos sobre *underpricing* em mercados emergentes (Brasil, China e Índia). Os autores avaliaram 29 empresas brasileiras que realizaram *IPOs* entre janeiro de 2004 e setembro de 2006, encontrando um retorno no primeiro dia de 7,10%. Os autores apontaram as condições econômicas e a relação oferta e procura como uma explicação para o *underpricing* do dia do *IPO*.

Pela breve revisão até aqui realizada evidencia-se a existência do fenômeno em muitos mercados, tanto desenvolvidos como emergentes. Também percebe-se que não há um consenso sobre as causas do *underpricing*, apesar do grande interesse entre os pesquisadores e de inúmeras investigações na bibliografia internacional. (QUADRO 3).

Causas para o <i>underpricing</i>	Relação dos autores
Assimetria informacional e seleção adversa (<i>lemons</i>)	Baron (1982), Rock (1986), Ljungqvist (2004), Leone, Rock e Wilenborg (2007)
Modelo do processo de precificação	Sherman (2000), Ljungqvist, Jenkinson e Wilhelm Jr. (2000), Cornelli e Goldreich (2001 e 2003), Ritter e Welch (2002), Peres (2003) e Saito e Pereira (2006)
Porte da Empresa	Welch (1989)
Mercado <i>hot issue</i> e demanda	Ritter (1984), Benveniste e Busaba (1997), Krigman, Shaw e Womack (1999), Saito e Maciel (2006), Toniato (2007) e Procianoy e Cigerza (2008)
Exigência e reputação do <i>underwriter</i>	Tinic (1988), Peres (2003) e Saito e Maciel (2006)
Custo com o pagamento de prêmio ou presente	Ibbotson (1975), Pasin <i>et al.</i> (2006) e Ritter (2006)
Custo de estratégia de atração	Ibbotson (1975), Baron (1982), Rock (1986), Benveniste e Busaba (1997), Saito e Pereira (2006) e Saito e Maciel (2006).
Custo com estratégia de sinalização e seleção de investidores	Krigman, Shaw e Womack (1999), Cornelli e Goldreich (2001 e 2003) e Ritter e Welch (2002), Saito e Maciel (2006) e Toniato (2007)

Quadro 3 – Trabalhos que apontam evidências para as causas do *underpricing*

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Há evidências de que o custo indireto com *underpricing* deve ser considerado como um elemento estratégico para empresas com interesse de realizar novos *IPOs*.

Sinteticamente considera-se, pelos resultados das pesquisas empíricas de diversos autores aqui citados, que as empresas se interessam em presentear o mercado com um deságio, objetivando atrair o maior número de investidores, focando a pulverização

e, conseqüentemente, reduzindo o número de *flippers* (investidores que se interessam exclusivamente em obter elevados retornos no curto prazo).

Do ponto de vista estratégico, na seção seguinte, também será oportuno discutir os métodos de precificação adotados pelos *underwriter* no pré-lançamento.

2.5.2 Métodos de precificação como redutor de *underpricing*

Além do custo indireto, as empresas precisam contratar também uma instituição financeira devidamente autorizada para liderar o processo de *IPO*. Normalmente são os bancos de investimentos os mais requisitados para essa tarefa, conhecidos na literatura internacional por *underwriter*. Ritter (1987) considera as comissões pagas ao *underwriter* como custo direto.

Na maioria das vezes os *underwriters* são os responsáveis por estabelecer o preço inicial da oferta para o dia do *IPO* devido ao ambiente de assimetria informacional. Por conhecer mais o mercado de capitais e pela empresa emissora ser estreante, fica evidente a motivação para a contratação do *underwriter* como responsável por todo o processo de *IPO*, inclusive a precificação. Segundo Peres (2003, p.26) é vantajoso para a empresa emissora contratar um banco de investimento de credibilidade, pois poderá representar a certeza de que o preço determinado para o título será o “ mais próximo do justo valor.”

É consenso entre diversos pesquisadores, como também no próprio mercado bursátil, que a precificação é uma das tarefas mais difíceis do pré-lançamento e alvo de muitas discussões na bibliografia internacional.

Alguns modelos de precificação são adotados no mercado: leilão, preço-fixo, *bookbuilding* e o modelo híbrido, que utiliza duas ou mais técnicas simultaneamente.

Segundo Peres (2003) o preço-fixo já é definido antes da oferta (oferta aberta). Esse método foi o mais popular no mundo no começo dos anos 90 do século passado. Saito

e Pereira (2006) e Ljungqvist, Jenkinson e Wilhelm Jr. (2000) afirmam que o método preço-fixo é predominantemente utilizado fora do mercado norte-americano, especialmente os mercados europeu e asiático, além do Brasil. No entanto, devido à influência norte-americana, no Brasil e em outros mercados, o preço-fixo está perdendo lugar para o *bookbuilding*.

Quando utilizado esse processo o *underpricing* tende a ser maior e o custo de emissão menor, pois evita-se a necessidade de *road show*.

A necessidade de elevar o *underpricing* é importante para atrair investidores potenciais que geram decisões de compra nos demais investidores, podendo promover um efeito cascata, conforme discutido por Benveniste e Busaba (1997).

Para Ljungqvist, Jenkinson e Wilhelm Jr. (2000), os custos diretos do processo de preço-fixo tendem a ser 50% inferiores ao do *bookbuilding*.

Quando utilizado o processo de leilão o preço e as alocações são definidos por meio de lances executados pelos investidores. Esse é um método geralmente adotado em privatizações, justificado pela transparência e por não permitir privilégios de alocações para grupos de investidores. Ressalta-se que em outras modalidades é um método muito pouco utilizado.

Aggarwal, Leal e Hernandez (1993) destacam que o leilão é mais utilizado no Chile e Peres (2003) acrescenta que o método também é muito utilizado no Peru, com certa aceitação na França.

Peres (2003) também destaca a utilização do leilão (chamado de “Holandês”) no mercado norte-americano, exclusivamente para venda de *IPOs* pela internet. Nessa modalidade o vendedor define o preço inicial e vai decrescendo até atingir o interesse dos investidores.

Segundo Sherman (2000) o modelo híbrido tem deságio superior se comparado ao modelo de *bookbuilding* puro, com custo também mais elevado. O processo funciona

com a utilização simultânea de dois modelos: *bookbuilding* mais preço-fixo ou *bookbuilding* mais leilão. No primeiro tipo, o *bookbuilding* é utilizado para definir o preço mais a alocação dos investidores institucionais e estrangeiros. Já o preço-fixo é destinado para uma parcela de ações aos investidores de varejo. No segundo tipo de modelo híbrido, o *bookbuilding* é utilizado para alocações de investidores institucionais e os leilões são realizados pela internet para os investidores de varejo.

Saito e Pereira (2006) destacam que o processo de *bookbuilding* distingue-se dos processos de preço-fixo e leilão pela elevada discricionariedade que é concedida ao *underwriter* na precificação e na alocação de lotes de ações entre os investidores. Os autores ressaltam que a flexibilidade de alocação favorece uma melhor formação de preço e facilita a distribuição. No entanto, ainda alertam para a possibilidade de corrupção no processo, comportamento que pode ser exemplificado pelo favorecimento ilegal a bancos de investimentos americanos¹¹.

Os autores confirmam que o *underpricing* é importante para elevar a demanda e evitar a concentração. A adequada utilização do processo de *bookbuilding* poderá evitar as aquisições majoritárias (*takeovers hostile*), favorecidas pelas informações adquiridas e pela condição de discricionariedade fornecida ao *underwriter*. Além disso, devem-se considerar também as características de transparência na precificação e a possibilidade de reduzir o *underpricing* a partir do *oversubscription* (procura maior que a oferta de títulos).

Outra utilidade do *bookbuilding* apontada por Cornelli e Goldreich (2001 e 2003) e Ritter e Welch (2002) é a possibilidade de adquirir antecipadamente informações importantes sobre *flippers*, controle e liquidez no mercado secundário. As boas informações são trocadas por melhores alocações e os investidores regulares ou que fornecem informações superiores, são privilegiados.

Segundo Ljungqvist, Jenkinson e Wilhelm Jr. (2000) a adoção do processo de *bookbuilding* se espalha por todo o mundo, inclusive o Brasil, por influência dos EUA.

¹¹ Para maiores informações, ver trabalho de BIERNE, B. E TUCKER, M. Asymmetric information, underpricing and IPO allocation: the case of Goldman Sachs IPOs. In. **Western Finance Association Annual Meeting**. Tucson, (2004).

Portanto, é consenso entre os pesquisadores que o adequado método de precificação no processo de pré-lançamento intenciona não só reduzir o *underpricing*, como também elevar o desempenho acionário no longo prazo (*long-run*).

Outra constatação das pesquisas é que a assimetria informacional entre a empresa emitente, o *underwriter* e os investidores promove a escolha de adequados processos de precificação como redutor de *underpricing*. Nesse caso, a emissora é impulsionada a contratar o *underwriter*, que opta pelo *bookbuilding* quando o ambiente possui elevada assimetria informacional (LJUNGQVIST, JENKINSON e WILHELM JR., 2001).

A assimetria informacional entre os participantes do mercado de capitais é apontada por alguns autores como um fator para a elevação do *underpricing*. A próxima seção apresentará uma breve revisão sobre a assimetria informacional suas repercussões.

No QUADRO 4 são apresentados os principais resultados e algumas constatações observadas por diversos autores nacionais e estrangeiros que foram discutidas neste tópico, com objetivo de facilitar e possibilitar uma análise sintética sobre o tema *underpricing*

Autores	Evidências
Stoll e Curley (1970)*	Pioneiros em pesquisar retornos anormais no dia do <i>IPO</i> , segundo Toniato (2007);
Ibbotson (1975)	Constatou <i>underpricing</i> na década de 60 do século passado no mercado norte-americano;
Baron (1982)	Apontou que o <i>underwriter</i> recebe autonomia para conceder deságio para atrair mais investidores;
Ritter (1984)	Aponta que em períodos <i>hot issue</i> o <i>underpricing</i> médio foi de 48,4% e em períodos <i>cold issue</i> o retorno reduz para 16,3%;
Rock (1986)	Criou o conceito " <i>winner's curse</i> " ao perceber que a assimetria informacional afasta o investidor desinformado. Nesse sentido o <i>underpricing</i> é utilizado para atraí-lo novamente para as novas emissões;
Welch (1989)	O autor informa que o <i>underpricing</i> varia de acordo com o porte da empresa, acrescentando que melhores empresas elevam o deságio com intenção de recuperar o custo em futuras emissões.
Ritter (1991)	O autor constatou que o preço de abertura não é muito baixo, mas sim o preço de fechamento que é demasiadamente elevado;
Aggarwal, Leal e Hernandez (1993)	Realizaram estudos no Brasil, China e México, constatando <i>underpricing</i> de 78,5%, 8,8% e 33%, respectivamente;
Lougharan, Ritter e Rydqvist (1994)	Reuniram estudos de 39 países, realizado em diversas épocas e por diversos autores, com resultados de <i>underpricing</i> no dia do <i>IPO</i> ;
Benveniste e Busaba (1997)	De acordo com os autores, o <i>underpricing</i> é útil para atrair potenciais investidores e promover o efeito cascata nos demais;
Krigman, Shaw e Womack (1999)	Os autores afirmam que o <i>underpricing</i> é intencional em períodos <i>hot issue</i> , com objetivo de atrair investidores institucionais. Também afirmam que o <i>flipping</i> elevado após o <i>IPO</i> prejudica o desempenho de longo prazo;

Quadro 4 – Trabalhos que apontam evidências de *underpricing* (continua)

(*) Disponível para consulta em STOLL, H. R.; CURLEY, A. J. Small business and as new issues market for equities. Journal of Financial and Quantitative Analysis, v.5, 1970, p. 309-322.

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Autores	Evidências
Ljungqvist (2004)	Aponta a assimetria informacional e os problemas de agência como as principais causas do <i>underpricing</i> .
Ritter (2006)	O autor cunha a expressão “dinheiro deixado na mesa” para informar que o <i>underpricing</i> é intencional;
Saito e Maciel (2006)	Os autores perceberam <i>underpricing</i> de 6% no Brasil entre 1999 e 2006;
Toniato (2007)	Afirma que em períodos <i>hot issue</i> o <i>underpricing</i> é maior e o desempenho de longo prazo é negativo;
Procianoy e Cigerza (2008)	Os autores apontam um <i>underpricing</i> de 7,10% no Brasil entre 2004 e 2006;

Quadro 4 – Trabalhos que apontam evidências de *underpricing* (conclusão)

(*) Disponível para consulta em STOLL, H. R.; CURLEY, A. J. Small business and as new issues market for equities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.5, 1970, p. 309-322.

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

2.6 Assimetria informacional

O pressuposto de que os *players* do mercado de capitais possuem informações diferenciadas constitui um dos temas amplamente discutidos na moderna teoria financeira. A assimetria informacional entre esses participantes e sua repercussão despertaram interesse entre vários pesquisadores de diversos enfoques.

Um dos trabalhos mais reconhecidos e referenciados pertence a Myers e Majluf (1984). Trata-se de um modelo de estrutura de capital conhecido como *pecking order*, baseado na existência de assimetria informacional entre os agentes internos e externos à companhia. O modelo estabelece uma hierarquia ótima de fontes de financiamento para projetos de investimentos, definida pela seguinte ordem: primeiramente as empresas recorreriam aos próprios recursos, originados dos lucros retidos; em caso de insuficiência, a próxima fonte preferida seria o endividamento e, por último, optar-se-ia pela emissão de novas ações.

O modelo *pecking order* é baseado em alguns pressupostos para sua construção. Considerando inicialmente que há assimetria informacional entre agentes internos e externos à firma, principalmente entre os administradores e os novos investidores, chega-se ao problema de seleção adversa, que é uma das condições principais para o seu desenvolvimento. Myers e Majluf (1984) consideram, também, que os administradores sempre atuam para beneficiar os atuais acionistas. Além disso, os

autores aceitam o pressuposto de mercado perfeito, no qual toda informação pública já está refletida no preço do ativo.

Os autores Myers e Majluf (1984) consideram os efeitos da emissão de novas ações no mercado, que podem influenciar até a rejeição de projetos com valor presente líquido (VPL) positivo. Essa decisão é possível quando as ações estão subavaliadas pelo mercado, pois o VPL positivo poderá apresentar ganhos inferiores à diluição provocada pela nova emissão de ações, prejudicando os acionistas existentes. A subavaliação seria causada pelo menor grau de informação sobre os fluxos de caixas relevantes e as oportunidades de investimentos, detido pelos investidores em relação aos administradores.

Em contrapartida, deve-se considerar que a emissão de novas ações para financiamento de projetos pode ser mal interpretada pelo mercado, que entenderá que a emissora está dependente de recursos, provocando o problema de seleção adversa, sinalizando que a ação estaria superavaliada. Sendo assim, um anúncio de nova emissão de ações tem repercussões negativas no mercado, em relação ao preço do ativo. Sobre isso, Medeiros e Daher são pontuais ao afirmarem que:

Cientes de possuírem menor grau de informação, os investidores infeririam que os executivos emitiriam ações apenas quando o preço destas estivesse superavaliado. Conseqüentemente, os preços das ações seriam estabelecidos pelo mercado com deságio (MEDEIROS e DAHER, 2008, p. 178).

O termo “assimetria de informação” na visão de Amaral, Iquiapaza e Lage (2006), está relacionado às diferentes informações que os administradores (*insiders*) e os agentes externos do mercado de capitais (*outsiders*) possuem. Os autores investigaram quarenta e sete empresas que realizaram aumento de capital e trinta e seis ofertas públicas não-iniciais entre 1995 e 2005. Os resultados apontaram indícios de assimetria informacional, no qual acionistas receberam informações privilegiadas (*inside information*) antes do anúncio oficial do *Seasoned Equity Offerings* (SEO).

Para qualquer transação, comercial ou não, a informação é um bem definidor. Segundo Silva e Porto Júnior (2006) a assimetria informacional coloca em desvantagem a parte

que estiver menos informada, pois a parte com mais informações pode tirar proveito da vantagem, desencadeando ineficiência econômica.

Segundo os autores, diante desse conflito causado pela assimetria informacional outros problemas podem ocorrer. O primeiro, antes do início da transação, é chamado de seleção adversa. O autor exemplifica que no mercado financeiro sempre existirão bons e maus demandantes de recursos financeiros. No entanto, aqueles com riscos elevados de crédito são a maioria, o que aumenta a probabilidade desses serem selecionados pelos doadores de recursos.

Esse enfoque da assimetria informacional a partir da seleção adversa foi problematizado inicialmente pelo clássico artigo de Akerlof (1970). O autor abordou o mercado de carros usados (*lemons*), destacando que somente o vendedor possuía informações superiores sobre o produto, provocando assimetria informacional. Em desvantagem, o comprador definia um preço médio entre o carro de má e boa qualidade. No entanto, essa prática potencializava a venda de carros de baixa qualidade pelo valor superior.

O segundo problema gerado pela assimetria informacional apontado por Silva e Porto Júnior (2006) é o risco moral. Esse ocorre após a transação, desencadeado por posturas que o tomador de crédito adota posteriormente, apontadas como impróprias pelos emprestadores, gerando desconfiança sobre o pagamento da dívida.

Segundo os mesmos autores, no mercado financeiro, onde os emprestadores não conseguem distinguir os bons e os maus pagadores, os intermediários financeiros se destacam para corrigir o problema de seleção adversa e do risco moral.

Para Terra e Lima (2004), a assimetria informacional estimula a expropriação de riquezas do acionista e, como consequência, desencadeia ações de governança corporativa. Para Paulo, Antunes e Formigoni (2006), os mecanismos de governança que minimizam os conflitos de agência e a assimetria informacional podem ser potencializados pela qualidade da mensuração contábil. Os autores constataram que as companhias de capital aberto possuem qualidade de informações contábeis superior ao

das companhias de capital fechado, influenciando as decisões dos agentes econômicos.

Nesse sentido, uma adequada evidenciação contábil tenderá a minimizar os riscos de assimetria informacional representado pela seleção adversa de um mercado imperfeito, principalmente em eventos de *IPO*. Empresas estreantes, com ações de *voluntary disclosure*, tendem a reduzir a assimetria e, conseqüentemente, o *underpricing*.

Leone, Rock e Willenborg (2007), contribuem com essa análise, pois avaliam a evidenciação endógena como um problema de seleção adversa. Eles destacam que os emissores possuem informações superiores, enquanto que os investidores, caracterizados por comportamentos de racionalidade e aversão ao risco, preocupam-se com o período de silêncio dos primeiros, elevando a assimetria informacional e favorecendo as condições para o *underpricing*.

Nesse sentido, a assimetria informacional é apontada por diversos pesquisadores como uma das causas para o *underpricing*. Por meio de evidências empíricas, Ljungqvist (2004), destacou a assimetria de informações entre os participantes do processo de *IPO* e os problemas de agência como as principais causas para o *underpricing*. O autor afirma que os modelos de assimetria apregoam que alguns participantes possuem mais informações que outros.

Baron (1982) afirma que o *underwriter* possui informações superiores ao mercado, acima do emissor, gerando um problema de agência, no qual a autonomia para conceder o deságio é exigida pelo primeiro. No entanto, esse modelo de Baron (1982) é contestado por Muscarella e Vetsuypens (1989)¹² citado por Peres (2003). Os autores avaliaram *IPOs* com condições de nulidade de assimetria informacional, uma vez que o *underwriter* era o próprio emissor. Mesmo nessas condições de simetria de informações o *underpricing* foi constatado, demonstrando que a causa não é exclusivamente da assimetria.

¹² MUSCARELLA, C. J.; VETSUYPENS, M. R. A simple test of Baron's model of IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, v. 24, n. 1, sept. 1989, p. 125-135.

O modelo de Rock (1986) é um dos mais reconhecidos na literatura internacional para explicar os motivos do *underpricing*. O autor aponta a assimetria informacional entre os investidores como o principal motivo para a sub-precificação do ativo no dia do *IPO*. Para Rock (1986) os investidores são segregados em informados e não informados. Os informados incorrem em custos para obtenção de informações e só participam de ofertas iniciais com retorno acionário superior aos custos de análise. Já os investidores desinformados entram em qualquer oferta, mas com aportes reduzidos para as emissões com retornos positivos e aportes ilimitados para emissões com resultados negativos.

Com a manutenção desse cenário o investidor desinformado sofre a maldição do vencedor (*winner's curse*), provocando um desinteresse de participação em novos *IPOs*. Para corrigir essa anomalia e no interesse de atrair e manter o investidor desinformado, o *underwriter* e o emissor se submetem a reduzir o preço da oferta no dia do *IPO*. Essa vantagem dos informados aumenta proporcionalmente à assimetria informacional.

Apesar de várias pesquisas empíricas apontarem a assimetria informacional como um dos principais motivos para o *underpricing*, Ritter e Welch (2002) consideram que os problemas comportamentais podem ser a principal causa. Entretanto, os autores concordam que a assimetria informacional entre emissor e mercado pode inibir a iniciativa de abertura de capital inicial.

2.7 Mensuração de desempenho acionário

Pasin *et al.* (2006), afirmam que a abordagem por múltiplos baseia-se no pressuposto da teoria econômica de que ativos semelhantes deveriam ter preços idênticos. Como isso não é possível sempre, a avaliação deveria ocorrer pelo menos com empresas idênticas ou comparáveis, que tenham passado por processo de compra e venda, fusão e aquisição ou que tenham ações negociadas em bolsas.

Ainda segundo Pasin *et al.* (2006), os múltiplos são bem utilizados na prática, mas ainda há um número reduzido de pesquisas na literatura acadêmica que documenta o desempenho relativo e absoluto de diferentes múltiplos.

Pelos resultados de pesquisas empíricas internacionais e nacionais apresentados até aqui, percebe-se o grande interesse de pesquisadores em avaliar o desempenho acionário após o *IPO*, devido aos expressivos volumes negociados nesse evento, como também pelos retornos que são proporcionados aos investidores.

As pesquisas estão direcionadas para avaliar os retornos *short-run*, ou seja, o retorno obtido no primeiro dia de lançamento do título, apurado pela diferença do preço de oferta em relação ao preço de fechamento.

Também há um interesse em verificar se os investidores que permanecem com o ativo mantêm o mesmo retorno positivo. Nesse caso os pesquisadores avaliam o retorno *long-run*, que poderá ser apurado pelo valor da oferta do título em relação a um preço futuro.

O *underpricing* indica os retornos anormais obtidos no primeiro dia de lançamento em *IPO*. Inúmeras investigações de diversos autores, nacionais e internacionais, apontaram a presença do deságio em grande parte dos mercados mundiais.

A presença do desempenho positivo de longo prazo, acima do retorno proporcionado pelo mercado, não é percebida consensualmente em resultados de pesquisadores de diversos mercados e em diferentes épocas (RITTER e WELCH, 2002). Pelas pesquisas empíricas até aqui listadas ficou evidenciado que os autores apresentaram resultados positivos no dia do *IPO* (*underpricing*) e resultados negativos de longo prazo. Os resultados apontados por Loughran, Ritter e Rydqvist (1994) podem ser considerados um exemplo que confirma essa informação.

Na próxima seção serão descritas, separadamente, as seis variáveis de análise de desempenho úteis para medir a performance acionária. Ao final, é apresentado um quadro a fim de sumarizar todas as variáveis adotadas nesta pesquisa.

2.7.1 Variáveis de análise

2.7.1.1 *Abnormal Return (AR)*

Inicialmente utilizou-se o retorno anormal, uma medida útil para avaliar o impacto de um evento sobre o preço do ativo: no caso desta pesquisa é o *IPO* com *underpricing*. Segundo Camargos e Barbosa (2003), a identificação de um retorno anormal nos períodos próximos ou na data de um evento é obtida pela diferença entre o retorno observado (*ex post*) e o retorno esperado no período de análise. A partir de um modelo que utiliza a mensuração de retornos normais (esperado), caso o evento não tivesse ocorrido, a medida expressa-se matematicamente como:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad \text{Equação I}$$

Sendo AR_{it} o retorno anormal da empresa i para o período t , R_{it} como o retorno observado e $E(R_{it})$ como o retorno esperado do ativo.

Para possibilitar medidas mais precisas de retornos normais será utilizado o modelo econômico de precificação de ativos, amplamente conhecido por *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Este modelo foi desenvolvido por Sharpe (1964), juntamente com Lintner (1965) e Mossin (1966), supondo a existência de um ativo livre de risco e que este influencia a avaliação dos ativos. Considera-se também que é um modelo de fator único, em que o risco de um ativo é determinado por uma única variável, ou seja, seu beta (REILLY e NORTON, 2008). Ele é útil para minimizar uma das fragilidades quanto à praticidade do modelo matemático de otimização de carteiras de Markowitz (1952), para uma época sem apoio computacional, no qual o número de cálculos de covariâncias, que aumentava exponencialmente em relação ao número de ativos de uma carteira, praticamente inviabilizava a avaliação.

O CAPM é um modelo que possibilita estabelecer relação entre a rentabilidade esperada de um ativo ou portfólio e o risco sistemático em um mercado equilibrado, pelo coeficiente beta (β), expressando-se matematicamente pela seguinte fórmula:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad \text{Equação II}$$

onde: $E(R_i)$ é o retorno esperado de um título i , R_f é o retorno de um ativo livre de risco, β_i é o risco sistemático do título diante do mercado e $E(R_m)$ é o retorno esperado do portfólio de mercado. Para esta pesquisa adotou-se como retorno esperado do portfólio de mercado o índice Ibovespa, diariamente publicado pela Bovespa.

Nota-se que a equação leva em conta o custo de oportunidade para a operação no mercado financeiro, representado por um ativo livre de risco ou taxa pura de juros (R_f), considerando que qualquer investidor possui liberdade e julga esta opção de investimento, premissa que vai além dos princípios do modelo de Markowitz (1952).

Diante das características do modelo de Sharpe (1964) para a teoria CAPM, a taxa livre de risco (*risk free rate*) é definida como um ativo pelo qual se considera a certeza de rendimentos futuros ou, em propriedades matemáticas, é um ativo com beta próximo de zero (covariância nula em relação ao mercado). Assaf Neto (2003) complementa:

Para um investidor, a taxa livre de risco deve expressar o correto cumprimento da obrigação de pagamento, por parte do devedor, do principal e encargos financeiros, em conformidade com seus respectivos vencimentos. Em outras palavras, uma taxa livre de risco não pode revelar incerteza alguma com relação ao inadimplemento (“*default*”) de qualquer obrigação prevista no contrato de emissão do título (ASSAF NETO, 2003, p. 68-69).

Ressalta-se que uma das dificuldades para a aplicação deste método é a escolha adequada da taxa livre de risco de um país. Gonçalves Júnior (2003) afirma que esta escolha pode variar de acordo com o pesquisador. Diante disto, apresenta-se a seguir alguns estudos sobre a aplicação desta taxa para o contexto econômico nacional.

Gonçalves Júnior (2003) cita a recomendação de Damodaran (2002) sobre a utilização de taxas livre de risco. Segundo este autor, há um limite superior e inferior para apuração da taxa livre de risco. O limite superior pode ser apurado pela taxa de financiamento da maior e mais segura empresa do país.

Como limite inferior o autor define que a taxa mais segura é a ofertada pelos bancos locais. Diante disso, Gonçalves Júnior (2003) considera que a apuração de uma taxa de limite superior é muito complexa. Mas aponta a taxa de retorno da poupança como a taxa de limite inferior mais segura no mercado brasileiro. Após algumas avaliações, Gonçalves Júnior (2003) adotou o CDI como taxa livre de risco para o seu trabalho, apoiado nos estudos de Famá, Barros e Silveira (2002).

Sanvicente e Minardi (1999) utilizaram o *yield to maturity* (YTM) dos títulos do governo brasileiro negociados no mercado norte americano (*Brazil 27*), e ressaltam que se levou em consideração o risco Brasil e o fato de que os fluxos de caixa adotados estavam apurados em dólares.

Famá, Barros e Silveira (2002) desenvolveram um estudo importante sobre taxa livre de risco para o contexto brasileiro, tornando-se base para outras discussões de estudos correlatos. Os autores testaram a adequação do *C-Bond* (*Brazilian capitalization bond*), como uma taxa livre de risco, diante da premissa que esta deveria possuir um beta igual a zero. Inicialmente, antecedendo os testes estatísticos, os autores citam Damodaran (1999)¹³, que faz críticas ao uso do *C-Bond* como estimativa de uma taxa livre de risco, pelo fato que este inclui uma remuneração adicional (*spread*) para compensar o risco de inadimplência (*default risk*).

Pelos testes estatísticos, foi constatado que o *C-Bond* possui correlação com o mercado e um beta de 0,32 ao nível de significância de 5%. Diante deste resultado, os autores concluíram que o *C-Bond* mostrou-se inadequado como uma taxa livre de risco, visto que “parte do risco sistemático está captado no retorno do ativo” (FAMÁ, BARROS e SILVEIRA, 2002, p. 18).

¹³ DAMODARAN, A. **Estimating equity risk premiums**. Stern School of Business. New York, 1999.

Outra contribuição do trabalho de Famá, Barros e Silveira (2002) foi a indicação da caderneta de poupança e do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) como uma referência de taxa livre de risco adequada para o contexto brasileiro, pois demonstraram correlação com o mercado e desvio-padrão de retornos insignificantes, após adoção da mesma análise econométrica. Os betas apurados foram de 0,000135 e 0,000671 para poupança e CDI, respectivamente, ao nível de significância de 5%.

No entanto, criteriosamente, os autores ponderam as características similares dos dois indexadores indicados em termos de risco, mas alertam quanto à grande diferença de retorno, sobretudo no longo prazo.

Assaf Neto (2003) aponta o excesso de volatilidade como uma dificuldade para utilizar os diversos índices financeiros de mercado adotados no Brasil, mesmo considerando o longo prazo. Diante disto, o autor cita como referência de taxa livre de risco mais confiável as obrigações emitidas pelo tesouro americano, ou seja, os *T-Bonds* (*treasury bond*). O autor destaca que são os títulos com maior volume de negociações no mundo, caracterizados por alta liquidez e maturidade.

Para compensar a possibilidade de inadimplimento, proveniente de um risco soberano (risco-país) mais elevado, próprio de economias em desenvolvimento, há uma remuneração adicional paga pelos títulos emitidos pelo governo brasileiro. Portanto, para Assaf Neto (2003), os *C-Bonds*, que são títulos brasileiros de dívida pública externa, contemplam os prêmios pagos pelos *T-Bonds*, acrescido do *spread* referente ao risco-Brasil.

Assim como Gonçalves Júnior (2003), Perlin e Ceretta (2004) também exploram os estudos de Famá, Barros e Silveira (2002), acrescentando que a poupança e o CDI não deverão ser utilizados para períodos anteriores ao ano de 1995, devido a características de instabilidade, destacando-se a grande variância destes indexadores no ano de 1994, resultado de uma queda brusca no índice inflacionário após a implantação do Plano Real.

Perlin e Ceretta (2004) concluem indicando a adoção das taxas de poupança e CDI como representativas de um ativo livre de risco já que há uma estabilidade nos períodos posteriores ao ano de 1995.

Soares, Rostagno e Soares (2002) também utilizaram o CDI como taxa livre de risco para o modelo CAPM, em cálculos de retorno anormal para estudos de evento.

Securato e Rogers (2008) adotaram a poupança como uma *proxy* de uma taxa de retorno livre de risco, baseados também nas sugestões dos estudos de Famá, Barros e Silveira (2002).

Para este estudo, adotou-se o CDI como taxa livre de risco, baseado nas recomendações de Famá, Barros e Silveira (2002) e nos testes de Perlin e Ceretta (2004), uma vez que o período analisado é posterior a 1995.

2.7.1.2 Coeficiente Beta (β)

O coeficiente beta (risco sistemático ou não diversificável) é um índice que mede a sensibilidade de um título em relação ao comportamento de uma carteira teórica de mercado, com características de máxima diversificação. Os pesquisadores demonstram que o beta é a melhor medida de risco de um título no contexto de uma carteira diversificada, conforme afirmam Ross, Westerfield e Jaffe (2007).

Assaf Neto (2007) afirma que o beta igual 1,0 indica que o preço do título movimenta-se na mesma direção da carteira de mercado em relação ao retorno esperado. Nesse sentido, um beta maior que 1,0 indica um risco sistemático mais alto que a carteira de mercado, podendo ser interpretado como um investimento mais agressivo. Se o beta for inferior a 1,0, pode-se dizer que o investimento é mais defensivo. A equação para determinar o beta é descrita como:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_M)}{\sigma^2(R_M)} \quad \text{Equação III}$$

No qual $Cov(R_i, R_M)$ é a covariância entre os retornos do ativo i e da carteira de mercado. O $\sigma^2(R_M)$ é a variância do mercado. Ressalta-se que para esta pesquisa adotou-se o índice Ibovespa como representação de uma carteira teórica diversificada.

2.7.1.3 *Initial Returns (IR)*

Esta variável tem como objetivo identificar a existência do *underpricing*, apurado pela diferença do valor de oferta em relação ao valor de fechamento no dia do *IPO*. Conforme Procianoy e Cigerza (2008), algebricamente têm-se:

$$IR = \left(\frac{P_{i1}}{P_{i0}} \right) - 1 \quad \text{Equação IV}$$

sendo P_{i1} e P_{i0} o preço de fechamento e o preço de oferta apurados no dia do *IPO*. Essa é uma variável muito utilizada para avaliar retornos *short-run* em pesquisas nacionais e internacionais, podendo-se citar os trabalhos de Aggarwal, Leal e Hernandez (1993), Toniato (2007), Soares, Rostagno e Soares (2002), Procianoy e Cigerza (2008), Cassoti (2007), dentre outros.

2.7.1.4 *Buy-and-Hold Market-Adjusted Returns (BHAR)*

Este índice é importante para a pesquisa, diferenciando-se dos demais por não considerar os retornos acionários do primeiro dia de pregão, eliminando do cálculo a

variação do *underpricing* e simulando o desempenho para quem manteve o ativo em carteira e não praticou a estratégia de *flipping*.

Modelo adotado no trabalho de Casotti (2007), sendo P_{it} o preço da ação no dia t , o P_{i1} o preço de fechamento no primeiro dia, o $ibov_t$ o valor do índice Ibovespa no dia t e o $ibov_1$ como o valor de fechamento do índice Ibovespa no dia do *IPO*.

$$BHAR = \left[\left(\frac{P_{it}}{P_{i1}} \right) \div \left(\frac{ibov_t}{ibov_1} \right) \right] - 1 \quad \text{Equação V}$$

Acrescenta-se que autores como Ritter e Welch (2002), Toniato (2007), Casotti (2007) e Procianoy e Cigerza (2008) realizaram estudos de desempenho de ativos após o *IPO*, utilizando-se a variável *BHAR*.

2.7.1.5 **Average Monthly Market-Adjusted Returns (MMAR)**

Utilizado por Casotti (2007) e Procianoy e Cigerza (2008), o *MMAR* avalia o comportamento da ação após sua emissão, apurando médias mensais. Diferentemente do *BHAR*, este índice considera os efeitos do *underpricing*. Portanto, enquanto para o *BHAR* utiliza-se P_{i1} que equivale ao preço de fechamento no dia do *IPO*, o *MMAR* utiliza o P_{i0} equivalendo ao preço de abertura deste mesmo dia. A expressão matemática pode assim ser descrita:

$$MMAR = \frac{\left(\frac{P_{it}}{P_{i0}} \right) \div \left(\frac{ibov_t}{ibov_1} \right)}{n} \quad \text{Equação VI}$$

Sendo n o número de meses para a devida apuração, sendo P_{it} o preço da ação no dia t , o $ibov_t$ o valor do índice Ibovespa no dia t . e o $ibov_1$ como o valor de fechamento do índice Ibovespa no dia do *IPO*.

2.7.1.6 Valor de Mercado/Valor Patrimonial (*VM/VP*)

Essa medida serve para comparar o valor de mercado de uma empresa em relação ao seu valor patrimonial. Esta relação é importante para avaliar a percepção do mercado sobre a gestão empresarial e o respectivo desempenho financeiro, além de reconhecer a valorização do *goodwill*¹⁴ de uma empresa. Como a abertura pública de capital aumenta a exposição da empresa, transformando-a em alvo de diversas análises, considera-se necessário avaliar a percepção do mercado após o *IPO*. A variável é dada como:

$$\frac{VM}{VP} \quad \text{Equação VII}$$

Onde *VM* é o valor de mercado e *VP* é o valor patrimonial. O Valor de Mercado (*VM*) é constituído pelo valor das ações no mercado, multiplicado pelas suas respectivas quantidades.

$$VM = (Q \times Cot_{AP}) + (Q \times Cot_{AO}) \quad \text{Equação VIII}$$

Sendo *Q* a quantidade de ações da empresa, *Cot* a cotação da ação da empresa, *AP* as ações preferenciais e *AO* as ações ordinárias.

Valor Patrimonial (*VP*) é constituído pelo valor do patrimônio líquido que está registrado no balanço patrimonial, refletindo o valor histórico das ações desde o *IPO*, somado ao lucro líquido acumulado mais as reservas.

Pode-se concluir que quando o valor de mercado é superior ao seu valor patrimonial, a empresa cria valor para os acionistas.

¹⁴ Goodwill representa nesta pesquisa os ativos intangíveis de uma empresa.

Mellagi Filho e Ishikawa (2003) alertam que a dificuldade de avaliar o patrimônio da empresa dificulta a sua utilização.

Camargos (2008) afirma que o índice VM/VP gera informações sobre desempenho de longo prazo das empresas, com a intenção de verificar se essas estariam vulneráveis a ofertas de aquisição. O autor apontou os seguintes parâmetros: VM/VP < 1 é um desempenho medíocre (empresa alvo de aquisições); VM/VP = 1 é um desempenho muito fraco (empresa alvo de aquisições); VM/VP > 1 representa um desempenho esperado e satisfatório.

Oportunamente, inserem-se resumidamente as variáveis que serão utilizadas nessa pesquisa, conforme apresentado no QUADRO 5.

Variável	Sigla	Interpretação teórica
<i>Abnormal Return</i>	AR	avalia o impacto de um evento sobre o preço de um ativo, considerando o risco não diversificável (sistemático)
Coeficiente Beta	β	mensura a sensibilidade do retorno do título a oscilações de todo o mercado (risco sistemático)
<i>Initial Returns</i>	IR	indica a existência do <i>underpricing</i> no dia do IPO
<i>Buy-and-Hold Market-Adjusted Returns</i>	BHAR	apura o desempenho de longo prazo obtido por um investidor que manteve a ação em carteira, excluindo o retorno do primeiro dia de negociação
<i>Average Monthly Market-Adjusted Returns</i>	MMAR	apura o desempenho médio-mensal de longo prazo obtido por um investidor que manteve a ação em carteira, considerando o retorno obtido no primeiro dia de negociação.
Valor de Mercado/Valor Patrimonial	VM/VP	fornece uma medida de avaliação da perspectiva e do desempenho a longo prazo da empresa

Quadro 5 – Resumo das variáveis adotadas para a pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

3 METODOLOGIA

Nesta seção discriminam-se as etapas percorridas para a elaboração da parte empírica deste trabalho, com destaque para o delineamento da pesquisa, a definição da unidade de análise e de observação e a descrição dos dados e amostras finalizando com explicitação das variáveis e a análise de dados.

3.1 Delineamento da pesquisa

Segundo Collis e Hussey (2005), a abordagem desta pesquisa tem caráter quantitativo, com utilização de técnicas estatísticas para sua análise. Nesse sentido, analisou-se dados secundários observando o desempenho do preço de ações de empresas brasileiras que abriram o capital de forma pública, em algum nível de governança corporativa da Bovespa. Martins (2002) consideram secundários os dados já coletados e que se encontram organizados em arquivos, bancos de dados, anuários estatísticos e relatórios, dentre outros.

Para essa análise, a pesquisa é do tipo descritiva, abordando características relativas a alguma população ou fenômeno, além de afirmar a existência de relações entre variáveis (COLLIS e HUSSEY, 2005; GIL, 2008). Os autores ressaltam que este tipo de pesquisa não tem pretensões de explicar o fenômeno estudado, apenas descrevê-lo. No entanto, conforme esses autores, os resultados produzidos podem ser utilizados em outras pesquisas, que objetivam explicar o fenômeno.

A técnica de pesquisa será *ex-post-facto*, pois teve por objetivo central descrever alguns eventos do mercado de capitais que ocorreram no passado. Esta é uma técnica de pesquisa no qual “o estudo foi realizado após a ocorrência de *variações* na *variável* dependente no curso natural dos acontecimentos” (GIL, 2008, p. 49, ênfase do autor).

O objetivo básico foi verificar a existência de relação entre variáveis e, conforme Gil (2008), as variáveis precisam ter características semelhantes. O autor destaca que nessa modalidade o pesquisador não manipula e não tem controle sobre a variável independente, pois o fenômeno já ocorreu.

3.2 Unidades de análise

As unidades de análise adotadas para esta pesquisa foram as companhias brasileiras que abriram o capital na Bovespa, entre 2002 a 2007, em algum nível diferenciado de governança corporativa (NDGC).

3.3 Unidades de observação

Segundo Collis e Hussey (2005), esta pesquisa verificou a ocorrência da frequência de um fenômeno ou variável, como método de coleta de dados, característica própria de dados quantitativos. Portanto, as unidades de observação foram os preços das ações de empresas que realizaram *IPO*, ou seja, abriram o capital de forma pública no período acima, avaliando-se os demonstrativos financeiros e as cotações das ações das empresas descritas nos APÊNDICES A até E.

Para apuração das cotações foram adotadas janelas de intervalos pré-definidas, sendo uma observação no dia do lançamento do *IPO* e observações posteriores definidas por janelas acumuladas de cotações. O objetivo destas janelas divididas em quatro períodos distintos possibilitou avaliar o desempenho do papel para quem adquiriu a ações no dia do *IPO* e as manteve em seu poder até o período de um ano. Para evitar a subjetividade e arbitrariedade por parte do pesquisador, optou-se por utilizar algumas janelas de observação adotadas no trabalho de Camargos e Barbosa (2006), conforme pode ser verificada no QUADRO 6.

Janelas Adotadas	Período equivalente a	Mensuração de
21 dias	1 mês	Curto prazo
63 dias	3 meses	Curto prazo
126 dias	6 meses	Médio prazo
252 dias	1 ano	Longo prazo

Quadro 6 – Janelas de observação

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Esclarece-se que foram mantidos os papéis que apresentavam até quatorze dias seguidos sem negociação pois, para critério de exclusão, considerando a variável liquidez, escolheram-se para esta pesquisa quinze dias ininterruptos. Com isso as janelas não foram apuradas por dias úteis, resultando em períodos superiores aos estabelecidos nas mesmas. Portanto, o número de dias acumulados, em alguns casos foi superior ao número de cotações das janelas pré-estabelecidas.

3.4 Dados e amostra de pesquisa

Existem dois tipos de processo de amostragem úteis para definir a amostra da pesquisa. Martins (2002) e Cooper e Schindler (2003) destacam a amostragem probabilística, que segue regras estatísticas de seleção e a não-probabilística, com uma abordagem subjetiva, por se basear-se em critérios exclusivos do pesquisador.

Segundo Martins (2002), as amostragens não-probabilísticas podem ser por conveniência ou por julgamento do pesquisador – as que estão em seu alcance. Diante das características desta pesquisa, adotou-se uma abordagem não-probabilística por conveniência e por julgamento.

Portanto, como critério de inclusão para a composição da amostra foram selecionadas todas as empresas brasileiras que abriram o capital de forma pública, em algum NDGC da Bovespa e que possuíam no mínimo doze meses de listagem, tendo em vista que a última janela de observação escolhida para esta pesquisa foi de até 252 dias úteis após o *IPO*. Além disso, foram excluídas todas as empresas do setor financeiro, por tratarem as demonstrações contábeis de maneira específica, diferenciando-as das companhias de outros segmentos.

Seguindo uma das premissas da técnica *ex-post-facto*, em que as variáveis precisam ser semelhantes, também foram excluídas todas as companhias que atravessaram períodos de ausência de liquidez¹⁵. Esse procedimento foi adotado tendo em vista que qualquer ação no mercado que não possua liquidez, considerando a Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM), não reflete o real valor da empresa.

As informações e dados do índice Ibovespa, valor de mercado, dados patrimoniais e cotações das ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), emitidas pelas empresas que compõe a amostra, foram obtidos no banco de dados Economática¹⁶.

Utilizando-se dos critérios descritos até aqui chegou-se à amostra de empresas separadas por ano de listagem, conforme pode ser verificado nos APÊNDICES A até E. Para uma visualização consolidada, a TAB. 3, a seguir, apresenta um resumo de todos os *IPOs*, separados por ano e por NDGC, que compõem a amostra desta pesquisa.

Trabalhou-se com uma análise *cross-section*, selecionando-se o período entre os anos de 2002 a 2007, distribuídos conforme a TAB. 3. Apesar da regulamentação dos NDGC ter sido aprovada em dezembro de 2000, o primeiro *IPO* listado em um dos níveis só ocorreu em 2002. Como a pesquisa pretende avaliar todas as empresas que realizaram *IPO* em um dos níveis, justifica-se o corte a partir do ano 2002, independente do número insignificante de listagens entre 2002 e 2003. Diante disso, intencionando melhorar a consistência da análise, uniu-se as unidades de observação dos anos 2002 e 2004.

Tabela 3 – Distribuição anual de *IPOs*, separados por NDGC* (continua)

ANO	Nível 2	NM	TOTAL	%	Oferta Primária	Oferta Secundária	Oferta Mista	Volume R\$ milhões
2002 a 2004	1	6	7	8.54	14%	29%	57%	4.249
2005	1	6	7	8.54	29%	14%	57%	3.946

¹⁵ Nesta pesquisa, a ausência de liquidez foi medida por empresas que acumularam um período superior a 15 dias úteis consecutivos, sem nenhuma negociação na Bovespa, com apuração após a realização do *IPO*.

¹⁶ Economática é uma ferramenta que agrupa e auxilia a análise de dados financeiros de empresas de toda a América Latina. Mais informações podem ser obtidas no próprio site: www.economica.com.br.

Tabela 4 – Distribuição anual de IPOs, separados por NDGC* (conclusão)

ANO	Nível 2	NM	TOTAL	%	Oferta Primária	Oferta Secundária	Oferta Mista	Volume R\$ milhões
2006	4	19	23	28.05	17%	13%	70%	13.234
2007	6	39	45	54.88	40%	60%	0	32.137
TOTAL	12	70	82	100.00				
%	14.63	85.37	100.00					

(*) Não houve nenhuma listagem no Bovespa Mais e no Nível 1 de governança corporativa para o período selecionado.

Fonte: Elaborada pelo autor da dissertação

3.5 Variáveis e análise de dados

A análise da valorização das ações, com intenção de investigar o comportamento brasileiro de *underpricing* e o desempenho acionário de longo prazo seguiu dois critérios distintos, permitindo duas interpretações, a partir da TAB. 3:

- 1) avaliação do desempenho das ações por meio de um corte vertical, avaliando-se o comportamento dos preços por níveis de governança;
- 2) avaliação do desempenho das ações por meio de um corte horizontal, avaliando-se o comportamento dos preços por ano de listagem.

A primeira abordagem permite verificar em qual nível de governança corporativa o investidor apura maiores retornos dos seus investimentos no curto prazo, até o período de um ano, equivalente à última janela de verificação.

A segunda abordagem permite verificar a evolução do número de IPOs entre 2002 e 2007 e se o retorno acionário para o investidor acompanha a mesma tendência a cada ano.

Esclarece-se que, pela disponibilidade do *software* Economática, os dados contábeis obtidos foram trimestrais e os dados acionários diários, comparando-se os valores de cada variável com o seu valor no trimestre do IPO.

As variáveis de análise para mensuração do desempenho acionário que foram utilizadas nesta pesquisa estão descritas resumidamente no QUADRO 7.

Variável	Sigla	Fonte
<i>Abnormal Return</i>	AR	Kloekner (1995), Soares, Rostagno e Soares (2002) e Camargos e Barbosa (2003)
Coeficiente Beta	β	Ross, Westerfield e Jaffe (2007) e Assaf Neto (2007)
<i>Initial Returns</i>	IR	Aggarwal, Leal e Hernandez (1993), Soares, Rostagno e Soares (2002), Toniato (2007), Casotti (2007) e Procianoy e Cigerza (2008)
<i>Buy-and-Hold Returns</i>	<i>Market-Adjusted</i>	Ritter e Welch (2002), Toniato (2007), Casotti (2007), Procianoy e Cigerza (2008)
<i>Average Monthly Market-Adjusted Returns</i>	BHAR	Casotti (2007), Procianoy e Cigerza (2008)
Valor de Mercado/Valor Patrimonial	MMAR	Casotti (2007), Procianoy e Cigerza (2008)
	VM/VP	Mellagi Filho e Ishikawa (2003), Camargos (2008)

Quadro 7 – Resumo das variáveis adotadas e as devidas fontes de pesquisa.

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Entende-se que uma característica desejável das variáveis investigadas no âmbito estatístico é que sigam uma distribuição normal. Esta é uma distribuição de probabilidade muito utilizada na análise estatística, principalmente para questões que envolvam tomadas de decisão e determinação do risco de diversas medidas numéricas.

Um dos testes mais consistentes e precisos na determinação da aderência de uma certa variável à uma distribuição normal foi criado por Shapiro e Wilk (1965)¹⁷. De acordo com os autores, quanto mais alto for o valor da significância do teste, mais se tem evidências de que a variável testada aproxima-se de uma distribuição normal.

Após a apuração dos dados e o teste de normalidade da distribuição, com objetivo de testar a significância dos resultados obtidos em cada variável selecionada para esta pesquisa, realizou-se o *t* de *Student* (paramétrico). Este teste tem por objetivo testar a hipótese de que a média de cada variável é igual a zero.

¹⁷ Disponível em SHAPIRO, S. S.; WILK, M. B. "An analysis of variance test for normality (complete samples)", *Biometrika*, 52, 3 e 4, 1965. p. 591–611

Outro teste realizado nesta pesquisa foi o de *Wilcoxon Signed Rank Test*, (não-paramétrico) que atende a especificidades mais robustas. O teste de *Wilcoxon*, comumente utilizado para populações não-normais, é a versão não-paramétrica do teste ANOVA (**AN**alysis **Of** **VA**riance) paramétrico. Assim, para aquelas variáveis com teste positivo de normalidade, foi aplicada a técnica de análise de variância ANOVA. Esta tem por objetivo comparar as médias de certa variável numérica por grupos, através das variabilidades que ocorrem dentro e entre os grupos. Em outras palavras, a ANOVA compara médias de uma determinada variável a partir de suas variabilidades.

Segundo Stevenson (1981), a ANOVA é um teste de análise de variância que determina se as médias de duas ou mais populações são iguais. Portanto, tem-se para este teste as seguintes hipóteses:

H_0 = as médias das populações são iguais;

H_1 = as médias das populações não são iguais;

Segundo Pinheiro (1996) o teste *Wilcoxon Signed Rank Test* é útil para avaliar se houve alteração no desempenho acionário, comparando-se as médias aritméticas das variáveis. Nesta pesquisa, este teste foi utilizado para comparar as médias das variáveis informadas no QUADRO 6, a partir das suas variabilidades, por ano, segmento de listagem em NDGC e *underpricing* controlados por segmento.

Como critério de decisão para interpretação dos resultados adotou-se um nível de significância de 5% ($\alpha = 5\%$), ou seja, $p\text{-value} < 0,05$. Assim sendo, se o $p\text{-value}$ calculado for maior que α , deve ser aceita a condição H_0 , indicando que a diferença entre as médias da variável não tem significância estatística, ou seja, validade estatística. Também é prudente salientar que o teste de Wilcoxon utiliza a mediana, enquanto o *t-student*, utiliza a média como parâmetro estatístico.

A análise estatística foi efetuada pelo software computacional *Statistical Analysis Software (SAS)*¹⁸, pacote Guide 40, programa adequado e recomendado para tais análises. A formatação e a tabulação dos dados foi feita no *software MS-Excel*.

¹⁸ Para maiores detalhes, acessar: < <http://www.sas.com/offices/latinamerica/brazil/>>

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva da amostra total

Inicialmente, reforça-se que a amostra final contou com 82 empresas que realizaram *IPO* de 2002 a 2007, sendo 12 no Nível 2 e 70 no Novo Mercado. Como parte da questão norteadora desta pesquisa e dos objetivos é avaliar como foi o comportamento das empresas que realizaram *IPOs* em algum NDGC da Bovespa quanto à concessão de deságio (*underpricing*), realizar-se-á primeiramente uma análise descritiva dos resultados que apontam para esta avaliação.

Diante disto, a partir de informações contidas no GRAF. 2, percebe-se que das 82 empresas (total da amostra) que realizaram *IPOs* em NDGC, 66% o fizeram concedendo deságio no dia da emissão e 34% realizaram *IPO* sem *underpricing*.

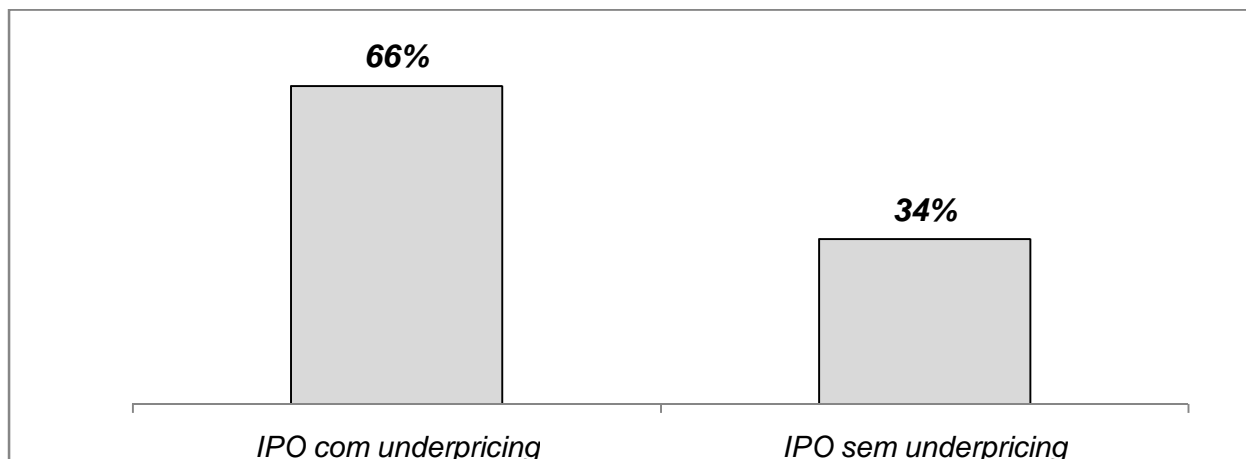


Gráfico 2 – Percentual de *IPOs* com ou sem *underpricing*

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Também é de grande relevância a verificação do comportamento de concessão do *underpricing* por ano de listagem, sabendo-se que a primeira - e única emissão neste ano - ocorreu em 2002, e as posteriores ocorreram a partir de 2004.

O GRAF. 3 fornece informações importantes, pois percebe-se uma evolução considerável na quantidade de *IPOs*, atingindo em 2007 um número bem elevado tendo em vista as características do mercado brasileiro: de 7 *IPOs* em 2005 para 45 em 2007, representando um crescimento acima de 540%. No contexto do mercado de capitais brasileiro este ano pode ser considerado *hot issue*, caracterizado por um período "aquecido" de *IPOs*. Este período "aquecido" pode ser constatado pela elevação do índice Ibovespa, que foi de aproximadamente 12.700 pontos no início de 2002 para quase 64.000 no final de 2007, conforme afirma Lex (2007, p. 28). O volume arrecadado no *IPO* de 2007 subiu 656% comparado à soma do volume de 2002 e 2004.

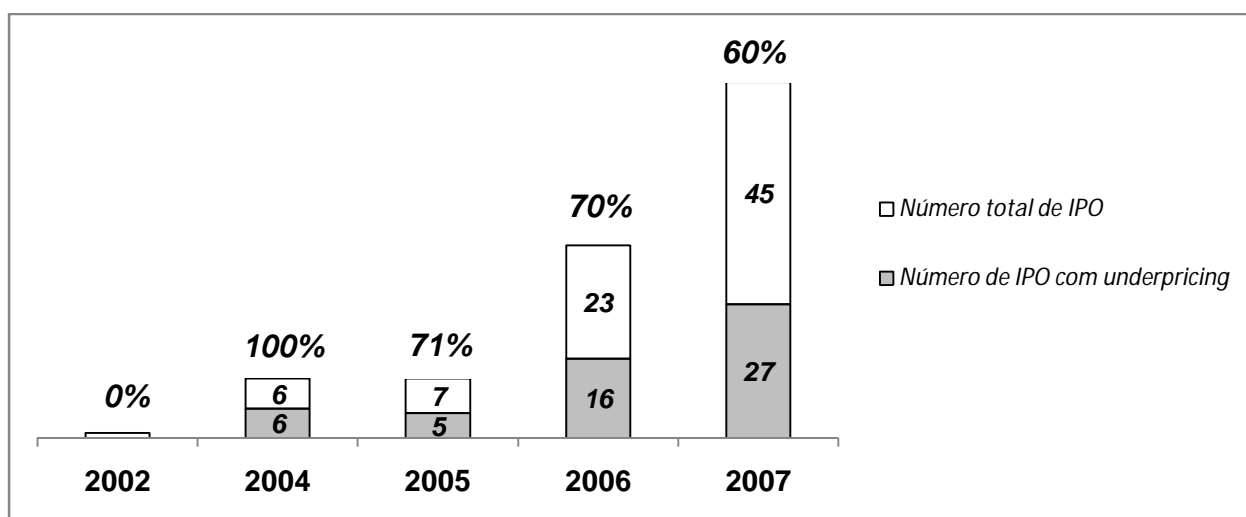


Gráfico 3 – Evolução anual do número de *IPOs* em relação ao percentual de *underpricing*
 Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

No entanto, considerando-se 2007 como período *hot issue*, os dados apurados contrapõem-se em certo ponto ao observado em pesquisas anteriores nos mercados internacionais. Conforme Krigman, Shaw e Womack (1999) o *underpricing* é intencional em períodos de *hot issue*. Toniato (2007) também aponta a elevação do número de *underpricing* nesses períodos. No caso brasileiro, o percentual de *underpricing* reduz-se neste período. Portanto, o que deve ser ponderado é a baixa representatividade de *IPOs* nos anos anteriores a 2007.

Outra observação é a média de retorno inicial apontado pela ANOVA. Os resultados inferem estatisticamente uma não-diferença para as médias de todos os períodos

analisados, ou seja, $p\text{-value} > 0,05$. Este resultado é conflitante com o observado por Ritter (1994), que aponta tendência de *underpricing* maior em momentos de mercado *hot issue*. Isso pode estar relacionado à superação da procura em relação à oferta, conforme indícios de demanda apontados por Saito e Maciel (2006).

Ainda analisando-se o fator *underpricing*, é importante destacar o comportamento das empresas, comparando as emissões por NDGC. Ressalta-se que para esta pesquisa, pela amostra selecionada, somente houve listagem no Nível 2 e Novo Mercado. Em número de emissões, pelos resultados apontados no GRAF. 4, fica evidente que 85% das emissões ocorreram no Novo Mercado. No entanto, o percentual de *underpricing* entre o Nível 2 e o Novo Mercado é praticamente o mesmo, ou seja, aproximadamente 66% das empresas dos dois segmentos concederam *underpricing*.

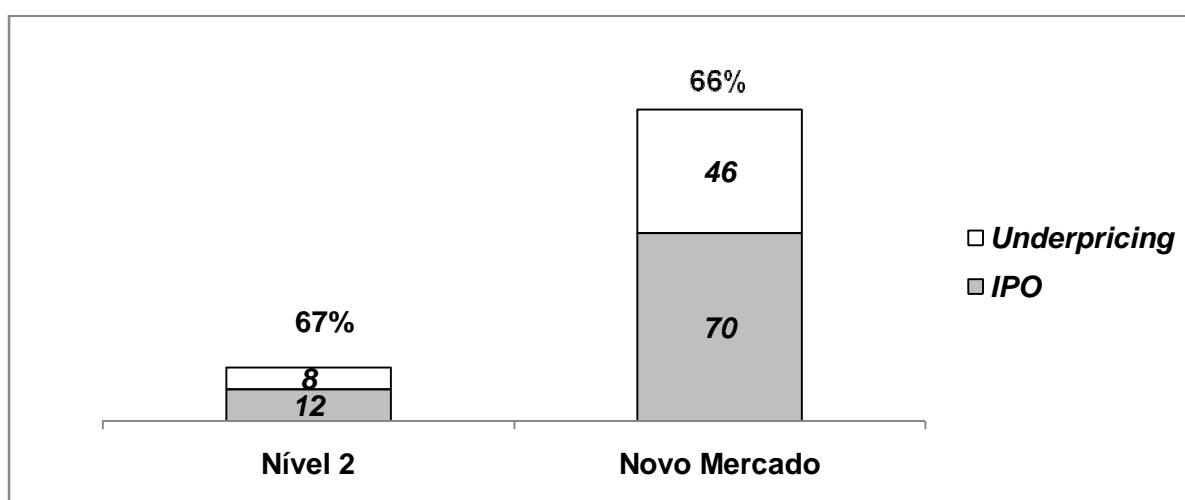


Gráfico 4 – Percentual de relação *underpricing* x *IPO*, separado por NDGC

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Outra semelhança de resultados foi apontada após aplicação dos testes com a técnica ANOVA, pois as médias de retorno com o *underpricing* no dia do *IPO*, entre os segmentos de listagem, são estatisticamente não-diferentes. Assim, as empresas que abriram capital recentemente, independente do NDGC, não apresentaram médias diferentes. Considerando-se que o Novo Mercado possui mais exigências, como ações de *voluntary disclosure e equity*, com objetivo de minimizar os efeitos da assimetria informacional, representado pela seleção adversa (*lemons* de Akerlof, 1970), entende-

se que estes esforços deveriam reduzir o número e o retorno acionário com *underpricing* no dia do *IPO*.

Até este ponto realizou-se uma análise descritiva, apontando algumas informações que fazem parte desta pesquisa com objetivo de apresentar o comportamento das empresas, em relação ao *IPO* e o *underpricing* que realizaram. Percebeu-se que o investimento no dia do lançamento do *IPO* possibilitou oportunidades de retornos positivos de curto prazo, uma vez que 66% das empresas que abriram o capital ofereceram um preço por ação inferior à avaliação final do mercado. Ressaltando-se que o *underpricing* médio nestes últimos seis anos foi de 7,16% no Nível 2 e 5,56% no Novo Mercado, apurado no dia do *IPO*, ao nível de significância de 5% e 1% respectivamente.

Na próxima seção, outras análises são apresentadas, fazendo novos recortes conforme os objetivos propostos (ano e segmento), apontando os resultados de retornos acionários de curto prazo, obtidos no dia do *IPO* e os demais resultados obtidos nas janelas de observação pré-definidas para esta pesquisa, sobre toda a amostra.

4.2 Análise dos resultados de testes estatísticos

Após a obtenção dos resultados realizaram-se testes estatísticos paramétricos e não-paramétricos, além de testar a normalidade, com objetivo de validar estatisticamente a apresentação, verificando sua significância.

Para testar a normalidade de toda a amostra, utilizou-se o teste *Shapiro-Wilk*. Conforme a TAB. 4, verifica-se que apenas as variáveis BETA, *BHAR21*, *MMAR21* e *AR21* seguem uma distribuição normal. Apesar disso, baseando-se nos gráficos mostrados no APÊNDICE G, é razoável supor que todas as variáveis têm ou teriam uma distribuição normal, com uma pequena correção de suas assimetrias e se a amostra fosse um pouco maior para este estudo. Portanto, acredita-se que todas as variáveis investigadas nesse estudo podem ser modeladas por uma distribuição normal.

Tabela 5 – Teste de normalidade para todas as variáveis estudadas

Variáveis	Hipótese: Dados são Normais	
	Estatística (<i>Shapiro-Wilk</i>)	Significância
Beta	0,989817	0,7708
IR	0,947116	0,002
BHAR21	0,988581	0,6879
BHAR63	0,942129	0,0011
BHAR126	0,939698	0,0008
BHAR252	0,929522	0,0002
MMAR21	0,980715	0,2547
MMAR63	0,951685	0,0037
MMAR126	0,94551	0,0016
MMAR252	0,939307	0,0007
AR21	0,970036	0,0519
AR63	0,95611	0,0069
AR126	0,950382	0,0031
AR252	0,92134	<0,0001
VM/VP1T	0,215523	<0,0001
VM/VP2T	0,296839	<0,0001
VM/VP3T	0,43733	<0,0001
VM/VP4T	0,467654	<0,0001

Fonte: Elaborada pelo autor da dissertação

Entretanto, para aquelas variáveis que não aderiram à distribuição normal, empregou-se o teste não-paramétrico de *Wilcoxon Signed Rank Test*, com objetivo de verificar possíveis diferenças entre as médias, a partir de grupos preestabelecidos (ano, segmento, *underpricing*). No entanto, antes dessa apresentação, foi conveniente analisar os resultados encontrados para o teste *t*, na avaliação da hipótese de que as médias das variáveis seriam nulas.

Assim sendo, faz-se uma análise dos resultados médios de curto prazo e, posteriormente, avalia-se os resultados médios das janelas de observação pré-definidas. A TAB. 5 é útil para apresentar alguns resultados como média, além de apontar os testes estatísticos de todas as variáveis utilizadas nesta pesquisa. Todas as 82 empresas que realizaram *IPOs* foram contempladas no resumo estatístico da tabela, do qual podem-se extrair as médias testadas pelo *t* de *student* e *Wilcoxon Signed Rank Test* ao nível de significância (*p-value*) de 1% e 5%, seguindo os resultados do teste de normalidade.

Tabela 6 – Resumo estatístico com aplicação do teste de significância

Variáveis	Mínimo	Média	Máximo	Variância	Desvio Padrão	Erro Padrão	Percentis		Intervalo de 95% de Confiança		Hipótese: Média = 0	
							5%	95%	LI	LS	Estatística t	Signif.
Beta	-0,0512	0,5508	12,134	0,0553	0,2351	0,0260	0,2101	0,9292	0,4991	0,6024	21,220	<0,0001**
IR	-0,1250	0,0579	0,2946	0,0074	0,0859	0,0095	-0,0455	0,2000	0,0390	0,0768	61,000	<0,0001**
BHAR21	-0,2337	0,0016	0,2941	0,0104	0,1018	0,0112	-0,1420	0,1794	-0,0208	0,0240	0,1400	0,8866
BHAR63	-0,3884	-0,0133	0,6659	0,0419	0,2047	0,0226	-0,2758	0,3639	-0,0583	0,0317	-0,5900	0,5578
BHAR126	-0,5764	-0,0729	0,9674	0,0988	0,3143	0,0347	-0,5436	0,4614	-0,1420	-0,0038	-21,000	0,0388*
BHAR252	-0,7294	-0,1693	11,802	0,1628	0,4034	0,0446	-0,6603	0,6254	-0,2580	-0,0807	-38,000	0,0003*
MMAR21	-0,2504	0,0599	0,4063	0,0194	0,1391	0,0154	-0,1469	0,2767	0,0293	0,0905	39,000	0,0002*
MMAR63	-0,1244	0,0141	0,2877	0,0063	0,0793	0,0088	-0,0889	0,1535	-0,0033	0,0315	16,100	0,1109
MMAR126	-0,0943	-0,0031	0,2131	0,0034	0,0585	0,0065	-0,0883	0,1140	-0,0159	0,0098	-0,4800	0,6354
MMAR252	-0,0608	-0,0097	0,0984	0,0013	0,0364	0,0040	-0,0564	0,0627	-0,0177	-0,0017	-24,000	0,0186*
AR21	-0,2517	0,0522	0,3487	0,0195	0,1397	0,0154	-0,1640	0,3163	0,0216	0,0829	33,900	0,0011*
AR63	-0,3919	0,0568	10,210	0,0694	0,2635	0,0291	-0,2997	0,4823	-0,0011	0,1147	19,500	0,0543
AR126	-0,7087	0,0132	14,670	0,1664	0,4080	0,0451	-0,5540	0,6948	-0,0764	0,1029	0,2900	0,7695
AR252	-0,9525	-0,0676	20,052	0,3807	0,6170	0,0681	-0,7873	10,894	-0,2032	0,0679	-0,9900	0,3238
VM/VP1T	0,9100	5,5052	133,65	234,57	15,316	1,6913	1,2200	7,5300	2,1400	8,8704	3,2500	0,0017*
VM/VP2T	0,6600	4,4955	72,140	76,496	8,7462	0,9659	1,1500	6,8900	2,5737	6,4172	4,6500	<0,0001**
VM/VP3T	0,7200	3,8604	42,800	29,504	5,4318	0,5998	0,9700	7,8900	2,6669	5,0539	6,4400	<0,0001**
VM/VP4T	0,3200	3,7415	38,190	29,732	5,4527	0,6022	0,7800	7,9000	2,5434	4,9396	6,2100	<0,0001**

(*) (**) Média da variável é estatisticamente diferente de zero ao nível de 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor da dissertação

4.3 Análise do *underpricing* da amostra total

O valor médio do *underpricing*, medido pelo *initial return* (IR), de todos os 82 IPOs, independente do ano e do segmento, foi de 5,79%, com um nível de significância de 1%. Comparando-se com pesquisas realizadas para o mercado brasileiro apuram-se resultados próximos para trabalhos recentes e bem distantes para pesquisas realizadas no passado. Em períodos mais distantes o resultado da mensuração do retorno inicial no dia do IPO, entre 1980 e 1990, foi de 78,5%, conforme Aggarwal, Leal e Hernandez (1993). Os autores reconhecem que a alta taxa de inflação do período analisado pode ser considerada um das razões para o retorno elevado.

Trabalhos mais recentes apresentam resultados mais próximos ao desta pesquisa. Saito e Maciel (2006) examinaram 27 IPOs entre janeiro de 1999 e março de 2006, encontrando um *underpricing* médio de 6%. O trabalho de Procianoy e Cigerza (2008) aponta um retorno no primeiro dia de 7,10%, após avaliarem 29 empresas brasileiras

que realizaram *IPOs* entre janeiro de 2004 e setembro de 2006. Pasin *et al.* (2006) com uma amostra de 24 empresas, avaliaram o período de maio de 2004 a abril de 2006, constatando um retorno médio positivo de 9,8%.

Como o trabalho de Aggarwal, Leal e Hernandez (1993) foi realizado num contexto nacional bem diferente do atual, devido à instabilidade econômica e ao pouco incentivo ao mercado bursátil nacional, considera-se mais prudente comparar o resultado desta pesquisa ao de Saito e Maciel (2006) e Procianoy e Cigerza (2008). Entretanto, constata-se que ambos os trabalhos não inseriram o período de *hot issue* brasileiro na amostra, excluindo 45 empresas listadas em 2007, inclusive 39 do nível Novo Mercado. Portanto, conclui-se que o resultado inferior de 2007 e das empresas listadas no Novo Mercado, apontados nesta pesquisa, pode ter influenciado o resultado inferior de *underpricing* (5,79%), comparando com os apresentados pelos autores das pesquisas recentes (6% e 7,10%).

As causas para o *underpricing* percebido nesta pesquisa não devem diferir muito dos resultados de Saito e Maciel (2006) e Procianoy e Cigerza (2008), mesmo considerando a diferença da amostra. Estes autores apontaram o efeito demanda, as condições econômicas e a necessidade de atração de investidores estrangeiros como possíveis causas para o deságio.

Outras pesquisas realizadas, que fazem parte da literatura internacional, também apontaram resultados com *underpricing* no dia do *IPO*, podendo ser confirmado pelo quadro elaborado por Loughran, Ritter e Rydqvist (1994)¹⁹, pois fornece um resumo de pesquisas realizadas em diversos mercados e em diversas épocas. Também nas pesquisas de Ritter e Welch (2002), os quais avaliaram o mercado norte americano no período de 1980 a 2001, foi constatada uma alta média de 18,8% no dia do *IPO*.

¹⁹ Disponível para avaliação no ANEXO A.

4.4 Análise do desempenho acionário de curto, médio e longo prazos

Para a mensuração do desempenho acionário de quem hipoteticamente adquiriu ações no dia do *IPO* e as manteve em carteira até um ano, adotou-se janelas de observação de 21, 63, 126 e 252 dias. Como nem todas tiveram significância estatística fez-se uma avaliação agrupada daquelas que foram comuns em cada janela.

Para quem manteve a ação em carteira por um período de 30 dias (janela 21), verificou-se que o *MMAR21* e o *AR21* resultaram em um valor aproximado, ou seja, 5,99% e 5,22%, nesta ordem, ambos com significância de 5%. Para esse resultado, esclarece-se que o *MMAR* é uma medida mais simples, pois avalia apenas a variação média do ativo em relação ao mercado, representado nesta pesquisa pelo Ibovespa. Já o *AR* considera também o retorno que o investidor teria em uma aplicação livre de risco. Portanto, é uma medida que considera o risco de mercado somado a uma taxa livre de risco devendo, com isso, apresentar valores inferiores ao *MMAR*.

Para a janela que representa três meses de manutenção do investimento (63 dias), nenhuma variável apresentou significância estatística. Já para o investidor que manteve o investimento por seis meses, a única variável com significância de 5% foi a *BHAR126*. O resultado aponta que o investidor teria um prejuízo médio de 7,29%, mesmo considerando o ganho médio de 5,79% de *underpricing*. Assim o desempenho negativo acumulado do preço de abertura até 120 dias, seria de 13,08%.

Seguindo o conceito *buy and hold*, por um período de um ano (janela 252), duas foram as variáveis com significância de 5%. A variável *BHAR252* aponta um resultado acumulado e negativo de 16,93% e a variável *MMAR252* aponta também um resultado médio negativo de 0,97%. Isto é compreensível, pois o cálculo *MMAR* é uma média mensal que leva em consideração os retornos do primeiro dia, o que não acontece com o *BHAR252*.

Retornos negativos, para investidores que adquiriram ações no dia do *IPO* e as mantiveram no longo prazo, é um tema bem discutido na literatura internacional, sendo

que a maior parte aponta para resultados desta natureza²⁰, conforme também foi encontrado nesta pesquisa. Apesar do consenso em resultados que apontam retornos positivos iniciais no dia do *IPO*, isso não é percebido consensualmente em resultados de pesquisadores que avaliaram o mercado brasileiro em diferentes épocas.

Aggarwal, Leal e Hernandez (1993) pesquisaram o comportamento do mercado acionário brasileiro, no período de 1980 a 1990, e encontraram um resultado médio de longo prazo de 9% negativo após um ano, sem considerar o *underpricing* do primeiro dia. Considerando o *underpricing* de 78,5%, esse resultado alterou-se para 39,2% positivo. Saito e Maciel (2006) com uma amostra de 27 *IPOs* analisadas entre janeiro de 1999 e março de 2006, encontraram um retorno médio negativo de 17,2% após um ano.

Utilizando a variável *BHAR*, Procianoy e Cigerza (2008) encontraram resultados superiores de desempenho acionário de empresas que realizaram *IPO* entre maio de 2004 a outubro de 2005, ou seja, após um ano as ações estavam 10,94% mais valorizadas. Já para a variável *MMAR*, os mesmos autores avaliaram o período de maio de 2004 a setembro de 2006 e encontraram uma valorização positiva de 1,06% após um ano de listagem.

Quanto à variável *VM/VP*, verificou-se que todas obtiveram resultados com significância estatística, sendo que a variável *VM/VP1T* apontou 5% de significância e as demais alcançaram 1%. A medida *VM/VP1T*, que equivale à variação do preço no trimestre que ocorreu o *IPO*, aponta que em média, as empresas tinham valor de mercado quatro vezes superior ao valor patrimonial. Não foi intenção nesta pesquisa verificar o valor *ex ante* e sim verificar se houve aumento de riqueza para o investidor que mantivesse os papéis da empresa desde a aquisição no dia do *IPO*.

Avaliando a evolução das variáveis *VM/VP1T* até *VM/VP4T*, percebeu-se que, em média, houve perda de riqueza para o investidor. O resultado médio aponta para um *VM/VP1T* de 5,50 e um *VM/VP4T* de 3,74, ou seja, após um ano, em média, as empresas perderam 32% do seu valor de mercado. Salienta-se que 32,93% da amostra

²⁰ Evidências internacionais do desempenho negativo de *IPOs* no longo prazo podem ser verificadas no ANEXO B.

foi sensível às quedas de valor acionário provocadas pela crise financeira internacional, a partir de meados de 2008, pois completaram um ano de *IPO* após o início deste evento.

Assim, a crise financeira global poderia ter impactado os resultados de perda de valor de mercado quando comparado ao valor patrimonial, que é menos sensível no curto prazo. Entretanto, quando se exclui as 27 empresas que completaram um ano de *IPO* após o início das repercussões da crise o resultado pouco difere, pois as empresas da nova amostra reduziram o seu valor em 33,51%.

As outras medidas de longo prazo (*AR*, *BHAR* e *MMAR*) são afetadas pelos efeitos da crise, mas todas avaliam somente o retorno anormal, descontando do cálculo as variações do mercado acionário pelo Ibovespa. Das três variáveis o *AR* é a única que utiliza o modelo CAPM, possibilitando relacionar o retorno esperado de um ativo com o seu risco sistemático, medido pelo coeficiente beta (β). Neste sentido, o beta possibilitou avaliar qual a sensibilidade da amostra em relação ao índice de mercado (Ibovespa). O beta da amostra foi de 0,5508, com um nível de significância de 5%, demonstrando baixa correlação com o comportamento do mercado, ou seja, a amostra oscilou com mais conservadorismo quando comparada ao Ibovespa.

Outra análise comparou o desempenho no longo prazo de empresas que concederam ou não o *underpricing*. Os testes estatísticos que apontaram nível de significância estão apresentados na TAB. 6. No entanto, somente a variável VM/VP será analisada, por ter significância de 1% e 5% nas duas situações, permitindo uma comparação com validade. Todas as demais variáveis testadas podem ser consultadas no APÊNDICE J.

Tabela 7 – Resumo estatístico das variáveis com significância estatística de 1% e 5%, para amostras com ou sem *underpricing* (continua)

Variáveis	Estatísticas												
	Casos	Mínimo	Média	Máximo	Variância	Desvio Padrão	Erro Padrão	Percentis		Intervalo de 95% de Confiança		Hipótese: Média = 0	
								5%	95%	LI	LS	Estat. t	Signif.
Sem Underpricing													
Beta	28	0,1022	0,5703	0,9292	0,0421	0,2051	0,0388	0,2101	0,9146	0,4908	0,6499	14,7100	<0,0001 ^b
IR	28	-0,1250	-0,0226	0,0000	0,0009	0,0307	0,0058	-0,0864	0,0000	-0,0345	-0,0107	-3,9000	0,0006 ^a
AR21	28	-0,2401	-0,0549	0,1995	0,0093	0,0962	0,0182	-0,2299	0,0995	-0,0922	-0,0176	-3,0200	0,0054 ^a

Tabela 6 – Resumo estatístico das variáveis com significância estatística de 1% e 5%, para amostras com ou sem *underpricing* (conclusão)

Variáveis	Estatísticas												
	Casos	Mínimo	Média	Máximo	Variância	Desvio Padrão	Erro Padrão	Percentis		Intervalo de 95% de Confiança		Hipótese: Média = 0	
								5%	95%	LI	LS	Estat. t	Signif.
AR63	28	-0,3814	-0,0797	0,4823	0,0394	0,1986	0,0375	-0,3192	0,2893	-0,1567	-0,0027	-2,1200	0,0430 ^a
VMVP1T	28	1,4500	3,7882	23,9700	17,6004	4,1953	0,7928	1,5000	7,5300	2,1615	5,4150	4,7800	<0,0001 ^b
VMVP2T	28	1,1500	3,5093	17,6700	9,2980	3,0493	0,5763	1,4400	6,8900	2,3269	4,6917	6,0900	<0,0001 ^b
VMVP3T	28	0,9700	3,0418	8,1500	3,8699	1,9672	0,3718	1,0000	7,3900	2,2790	3,8046	8,1800	<0,0001 ^b
VMVP4T	28	0,3200	2,9939	10,1200	6,6948	2,5874	0,4890	0,4700	7,6000	1,9906	3,9972	6,1200	<0,0001 ^b
Com Underpricing													
Beta	54	-0,0512	0,5406	1,2134	0,0627	0,2504	0,0341	0,1942	1,0521	0,4723	0,6090	15,8600	<0,0001 ^b
IR	54	0,0006	0,0997	0,2946	0,0056	0,0748	0,0102	0,0034	0,2407	0,0793	0,1201	9,7900	<0,0001 ^b
BHAR126	54	-0,5764	-0,0820	0,9674	0,0800	0,2829	0,0385	-0,5470	0,2829	-0,1592	-0,0048	-2,1300	0,0378 ^a
BHAR252	54	-0,7164	-0,1734	0,6254	0,1127	0,3358	0,0457	-0,6574	0,5154	-0,2650	-0,0817	-3,7900	0,0004 ^a
MMAR21	54	-0,2242	0,1087	0,4063	0,0166	0,1289	0,0175	-0,0624	0,3260	0,0735	0,1438	6,2000	<0,0001 ^b
MMAR63	54	-0,1244	0,0304	0,2877	0,0062	0,0788	0,0107	-0,0845	0,1835	0,0088	0,0519	2,8300	0,0066 ^a
AR21	54	-0,2517	0,1078	0,3487	0,0159	0,1261	0,0172	-0,0613	0,3212	0,0734	0,1422	6,2900	<0,0001 ^b
AR63	54	-0,3919	0,1276	1,0210	0,0711	0,2666	0,0363	-0,2925	0,5684	0,0548	0,2004	3,5200	0,0009 ^a
VMVP1T	54	0,9100	6,3956	133,6500	347,1586	18,6322	2,5355	1,0200	10,7800	1,3099	11,4812	2,5200	0,0147 ^a
VMVP2T	54	0,6600	5,0069	72,1400	111,3925	10,5543	1,4363	1,0600	10,6000	2,1261	7,8876	3,4900	0,0010 ^a
VMVP3T	54	0,7200	4,2848	42,8000	42,5820	6,5255	0,8880	0,7800	15,0200	2,5037	6,0659	4,8300	<0,0001 ^b
VMVP4T	54	0,4800	4,1291	38,1900	41,5812	6,4483	0,8775	0,8800	12,1300	2,3690	5,8891	4,7100	<0,0001 ^b

(a); (b) Média da variável é estatisticamente diferente de zero ao nível de 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor da dissertação

Avaliando o VM/VP e distinguindo empresas que concederam *underpricing* daquelas que não concederam, observam-se resultados relevantes. As empresas que não concederam o deságio tiveram redução no valor de mercado de 21,11%, enquanto para as empresas que concederam a redução foi de 35,47%, após um ano de listagem, conforme pode ser consultado no GRAF. 5.

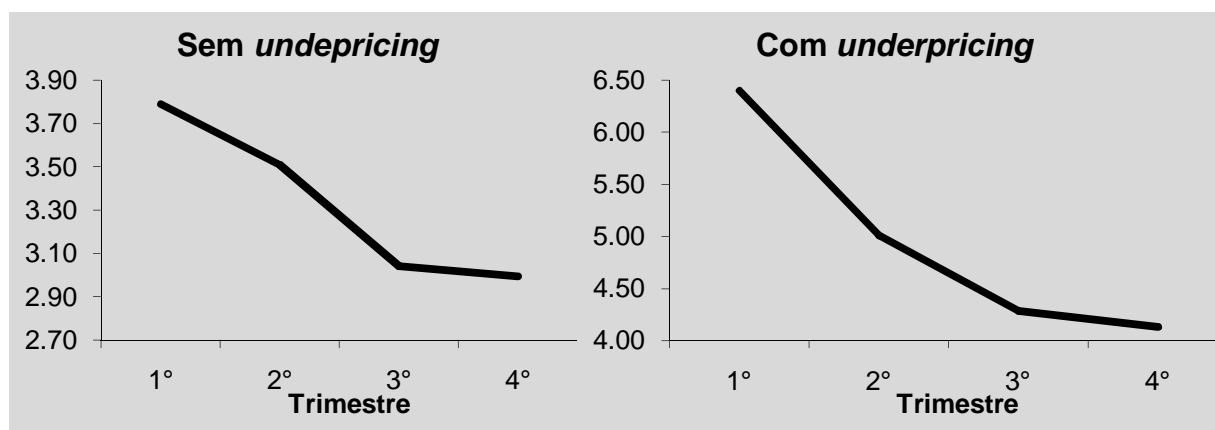


Gráfico 5 – Comparação do desempenho VM/VP com e sem *underpricing*

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Este resultado evidencia que o “dinheiro deixado na mesa” concedido pelas empresas que adotaram o *underpricing*, desaparece no longo prazo. Portanto, os resultados direcionam para a compreensão das ações de *flipping*, ou seja, comportamento oportunista de se desfazer do investimento no final do primeiro dia do *IPO*, após constatar ganhos com o deságio oferecido. Como o *flipping* pode ser motivado por altos ganhos já no primeiro dia, pode-se concluir que este comportamento tem uma relação positiva com o *underpricing* elevado. Seguindo esta premissa, Krigman, Shaw e Womack (1999), afirmam que *IPO* com *flipping* elevado tende a apresentar pior desempenho no longo prazo.

Portanto, esta pode ser uma explicação para os resultados inferiores de longo prazo da amostra pesquisada, para as empresas que concederam *underpricing*, ou seja, o percentual de deságio pode atrair investidores para o *IPO* e, ao mesmo tempo, induzir a fuga após os retornos no primeiro dia, prejudicando investidores que permanecem com as ações no longo prazo.

4.5 Análise do desempenho acionário separado por ano

Um dos objetivos desta pesquisa é verificar o desempenho acionário das 82 empresas da amostra, recortados por ano de listagem. Para isto um novo teste estatístico foi necessário a fim de verificar a significância das médias, ou seja, se eram estatisticamente diferentes de zero. O resumo estatístico após aplicar os testes paramétricos e não-paramétricos pode ser consultado no APÊNDICE H, que contempla todas as variáveis. A TAB. 7 apresenta somente as variáveis que alcançaram significância aos níveis de 1% e 5%.

Tabela 8 – Resumo estatístico das variáveis com significância estatística de 1% e 5%, separadas por períodos

Variáveis	Estatísticas												
	Casos	Mínimo	Média	Máximo	Variância	Desvio Padrão	Erro Padrão	Percentis		Intervalo de 95% de Confiança		Hipótese: Média = 0	
								5%	95%	LI	LS	Estat. t	Signif.
2002 e 2004													
Beta	7	0,2101	0,2766	0,3737	0,0041	0,0644	0,0243	0,2101	0,3737	0,2171	0,3361	113,700	<0,0001 ^b
IR	7	-0,0128	0,0833	0,2000	0,0063	0,0792	0,0299	-0,0128	0,2000	0,0100	0,1565	27,800	0,0320 ^a
BHAR21	7	-0,1288	-0,0749	0,0365	0,0038	0,0614	0,0232	-0,1288	0,0365	-0,1317	-0,0182	-32,300	0,0179 ^a
VMVP1T	7	1,6100	5,3157	10,7800	10,0995	3,1780	1,2012	1,6100	10,7800	2,3766	8,2549	4,4300	0,0044 ^a
VMVP2T	7	1,8800	6,6086	17,6700	33,1179	5,7548	2,1751	1,8800	17,6700	1,2863	11,9309	3,0400	0,0229 ^a
VMVP3T	7	1,2500	5,1800	15,0200	25,7993	5,0793	1,9198	1,2500	15,0200	0,4824	9,8776	2,7000	0,0357 ^a
VMVP4T	7	1,2400	4,5071	12,1300	16,3786	4,0470	1,5296	1,2400	12,1300	0,7642	8,2500	2,9500	0,0257 ^a
2005													
Beta	7	0,4798	0,7104	12,134	0,0762	0,2761	0,1044	0,4798	12,134	0,4550	0,9658	68,100	0,0005 ^a
VMVP2T	7	1,0600	3,4771	6,8500	4,0336	2,0084	0,7591	1,0600	6,8500	1,6197	5,3346	4,5800	0,0038 ^a
VMVP3T	7	0,8400	3,9400	7,3900	6,2927	2,5085	0,9481	0,8400	7,3900	1,6200	6,2600	4,1600	0,0060 ^a
VMVP4T	7	0,9400	4,1371	10,1200	10,7542	3,2794	1,2395	0,9400	10,1200	1,1042	7,1700	3,3400	0,0157 ^a
2006													
Beta	23	0,3172	0,5664	0,8405	0,0180	0,1340	0,0279	0,4050	0,8152	0,5085	0,6244	202,700	<0,0001 ^b
IR	23	-0,0667	0,0691	0,2946	0,0073	0,0852	0,0178	-0,0278	0,1875	0,0323	0,1060	38,900	0,0008 ^a
MMAR21	23	-0,1088	0,0599	0,3411	0,0117	0,1081	0,0225	-0,0624	0,2035	0,0131	0,1066	26,600	0,0144 ^a
AR21	23	-0,1079	0,0615	0,3212	0,0123	0,1111	0,0232	-0,0987	0,2470	0,0135	0,1095	26,600	0,0145 ^a
AR126	23	-0,2778	0,1638	10,758	0,1053	0,3245	0,0677	-0,2152	0,6948	0,0234	0,3041	24,200	0,0242 ^a
VMVP3T	23	0,7200	5,5022	42,8000	68,9967	8,3064	1,7320	1,7100	8,1500	1,9102	9,0941	3,1800	0,0044 ^a
VMVP4T	23	0,8800	5,2496	31,3100	35,8584	5,9882	1,2486	1,6200	7,6000	2,6601	7,8391	4,2000	0,0004 ^a
2007													
Beta	45	-0,0512	0,5606	10,852	0,0656	0,2560	0,0382	0,1688	0,9292	0,4837	0,6375	146,900	<0,0001 ^b
IR	45	-0,1250	0,0470	0,2722	0,0080	0,0894	0,0133	-0,0500	0,2139	0,0202	0,0739	35,300	0,0010 ^a
BHAR126	45	-0,5764	-0,1634	0,8439	0,0729	0,2701	0,0403	-0,5385	0,2829	-0,2445	-0,0822	-40,600	0,0002 ^a
BHAR252	45	-0,7294	-0,3283	0,6254	0,0787	0,2805	0,0418	-0,6885	0,1354	-0,4125	-0,2440	-78,500	<0,0001 ^b
MMAR21	45	-0,2504	0,0750	0,4063	0,0227	0,1505	0,0224	-0,1851	0,3040	0,0298	0,1203	33,400	0,0017 ^a
MMAR126	45	-0,0943	-0,0201	0,1300	0,0026	0,0507	0,0076	-0,0883	0,0764	-0,0353	-0,0049	-26,700	0,0107 ^a
MMAR252	45	-0,0608	-0,0242	0,0540	0,0007	0,0266	0,0040	-0,0574	0,0295	-0,0322	-0,0162	-61,000	<0,0001 ^b
AR21	45	-0,2401	0,0546	0,3487	0,0222	0,1490	0,0222	-0,2038	0,3210	0,0098	0,0994	24,600	0,0180 ^a
AR126	45	-0,6064	-0,1213	0,7436	0,0987	0,3142	0,0468	-0,5540	0,5346	-0,2157	-0,0269	-25,900	0,0130 ^a
AR252	45	-0,9525	-0,3348	0,8403	0,1560	0,3949	0,0589	-0,7996	0,3584	-0,4535	-0,2162	-56,900	<0,0001 ^b
VMVP1T	45	0,9800	3,7856	45,3400	41,7645	6,4625	0,9634	1,4500	6,5300	1,8440	5,7271	3,9300	0,0003 ^a
VMVP2T	45	0,8200	3,4636	37,3200	27,9905	5,2906	0,7887	1,1500	5,6800	1,8741	5,0530	4,3900	<0,0001 ^b
VMVP3T	45	0,7700	2,8036	24,6200	12,6104	3,5511	0,5294	0,9700	6,3100	1,7367	3,8704	5,3000	<0,0001 ^b
VMVP4T	45	0,3200	2,7900	38,1900	30,8725	5,5563	0,8283	0,4800	4,4500	1,1207	4,4593	3,3700	0,0016 ^a

(a); (b) Média da variável é estatisticamente diferente de zero ao nível de 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor da dissertação

A partir deste ponto são apresentados os gráficos que continham as variáveis agrupadas e que mostram de forma otimizada a evolução anual do comportamento de desempenho acionário. Ressalta-se que pela pouca representatividade amostral do ano

de 2002 (apenas um *IPO*), optou-se por associá-la à amostra do ano 2004. Portanto, nessa análise aparecem somente 4 períodos (2002 e 2004, 2005, 2006 e 2007).

Como o *underpricing* (*IR*) já foi apresentado em seção anterior deste trabalho(4.1), assim como o beta, a análise ater-se-á somente às variáveis *BHAR*, *MMAR*, *AR* e *VM/VP*, distribuídas pelos quatro períodos selecionados.

Analisando o GRAF. 6 observa-se que nenhuma variável alcançou nível de significância estatística que proporcionasse uma análise segura nos anos de 2002 a 2005. Para os anos 2006 e 2007 tem-se a variável *AR21* que mensura a valorização do investimento para o investidor que manteve a ação em carteira por 30 dias após o *IPO*. Percebe-se que a valorização obtida em 2006 é praticamente a mesma obtida em 2007, ou seja, 6,15% e 5,46%. Já o investidor que manteve o investimento por seis meses obteve resultados diferenciados, pois os ativos em 2006 lograram rendimento médio positivo de 16,38%, enquanto em 2007 o prejuízo médio foi de 12,13%.

A única variável com janela de 252 dias que atingiu nível de significância estatística de 5% foi *AR252* para o ano de 2007. Esta variável representa o investidor que aplicou em *IPO* e manteve a aplicação em carteira por um prazo de um ano. Conforme visualizado no GRAF. 6, o investimento apresenta um resultado negativo de 33,48%.

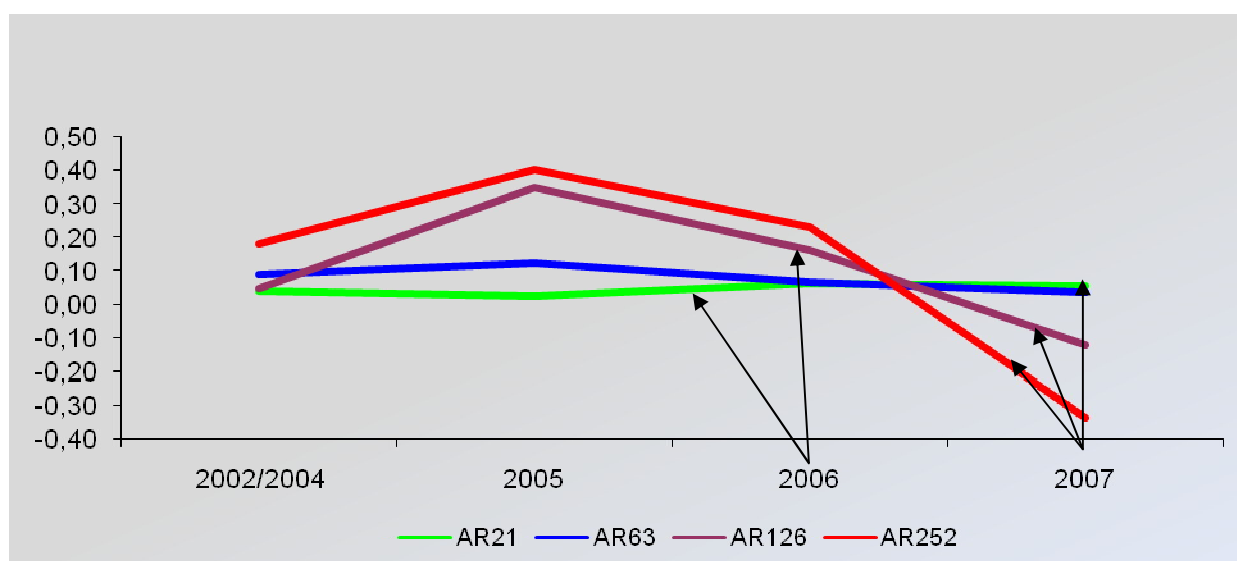


Gráfico 6 – Posicionamento anual dos resultados mensurados pela variável *AR**

(*) as setas assinalam as variáveis e os respectivos anos que apresentaram significância estatística.

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

A outra variável que apresentou uma curva parecida com a variável *AR* foi a *BHAR*. Como pode ser verificado no GRAF. 7, as mensurações de prazos mais longos são bastante negativas. Pela visualização gráfica, somente a variável *BHAR21* alcançou significância estatística para o período 2002/2004. Um investimento que foi mantido até 30 dias após o *IPO* apresentou retorno negativo de 7,49%.

Para 2007 foram duas variáveis com significância estatística, sendo uma de médio e outra de longo prazo. O *BHAR126*, que representa seis meses de investimento após o *IPO*, apontou prejuízo de 16,34% e para um prazo de um ano (*BHAR252*) o prejuízo foi de 32,83%. Esse resultado é bem próximo das variáveis *AR126* e *AR252*.

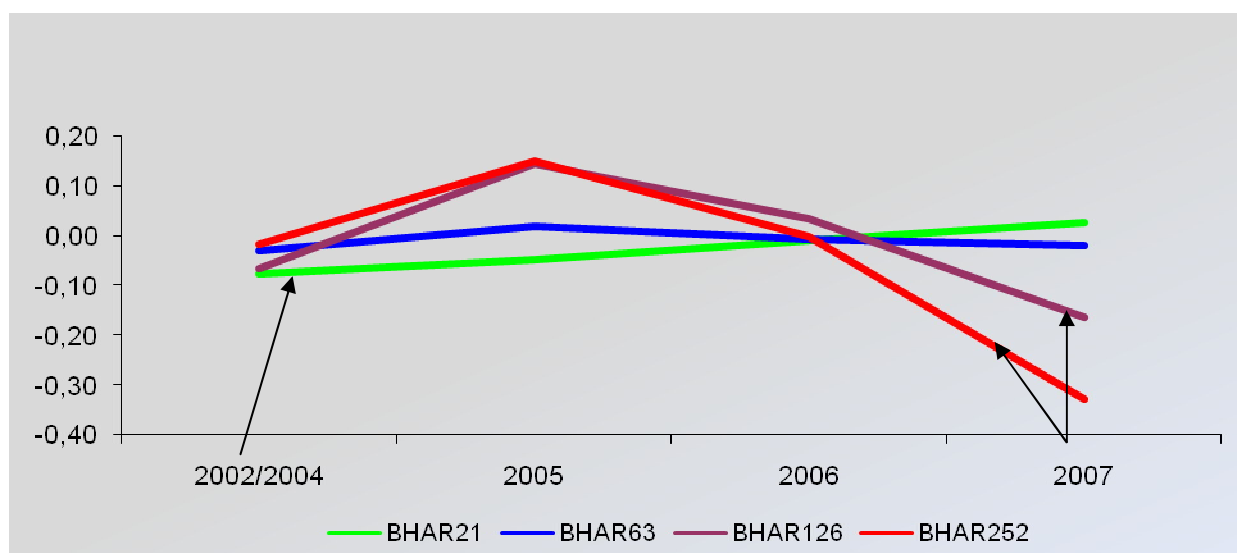


Gráfico 7 – Posicionamento anual dos resultados mensurados pela variável *BHAR**

(*) as setas assinalam as variáveis e os respectivos anos que apresentaram significância estatística.

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Quanto à variável *MMAR*, apresentada no GRAF. 8, novamente excluem-se os anos 2002 a 2005 da análise. Em 2006, o investimento mantido até 30 dias valorizou-se 5,99%. Em 2007, este investimento teria se valorizado um pouco acima, ou seja, 7,50%. Investimentos mantidos por 6 meses e um ano apontaram resultado negativo de 2,01% e 2,42%, ou seja, esta é uma variável que avalia a média, com a acumulação do *underpricing*.

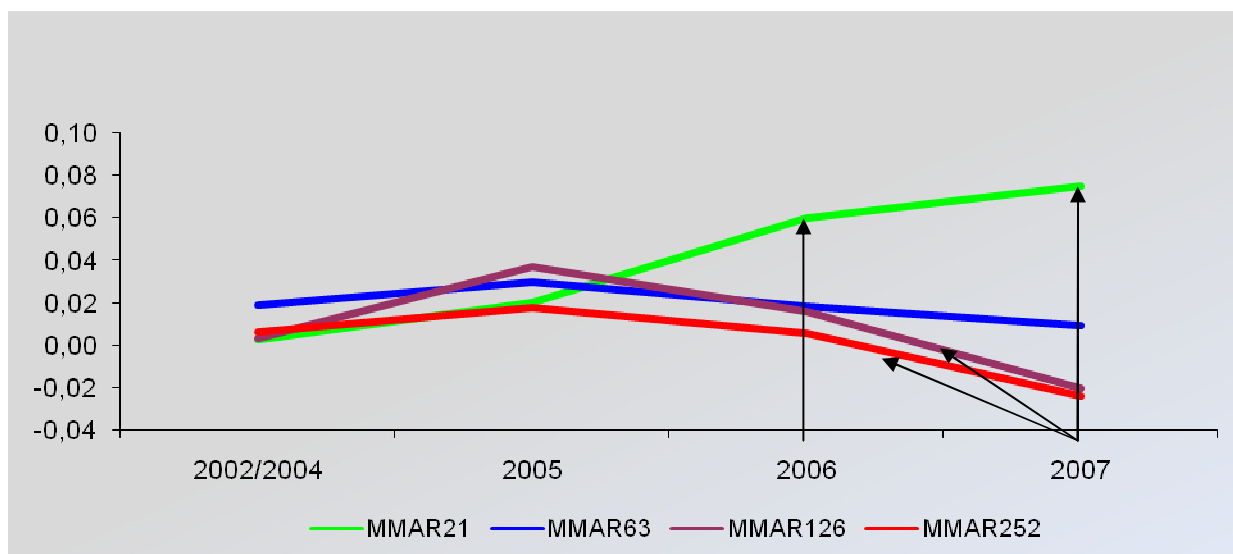


Gráfico 8 – Posicionamento anual dos resultados mensurados pela variável *MMAR**

(*) as setas assinalam as variáveis e os respectivos anos que apresentaram significância estatística.

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Pelos dados apresentados até aqui verifica-se, no geral, um desempenho negativo no médio e longo prazo. Há consenso na literatura internacional quando avalia o desempenho negativo no longo prazo. No entanto, na literatura nacional os resultados variam de acordo com o período da amostra, o que ocorre também nesta pesquisa (AGGARWAL, LEAL e HERNANDEZ, 1993; SAITO e MACIEL, 2006; PROCIANOY e CIGERZA, 2008).

Pelo GRAF. 9, percebe-se este mesmo comportamento de desempenho negativo no longo prazo. A avaliação visual é segura, pois praticamente todos os trimestres da variável VM/VP alcançaram significância estatística ao nível de 1% e 5% (APÊNDICE H). Em todos os anos o valor de mercado, em relação ao valor patrimonial, reduz-se do primeiro ao quarto trimestre, exceto 2005. Conforme apontado pela teoria, isto significa que, no longo prazo, as empresas que abriam capital não criaram valor para o acionista, pois a valorização acionária reduz-se ao longo do ano. Como exemplo, o valor de mercado das empresas que abriam capital em 2007 reduziu 26,19% em um ano ($VM/VP1T = 3,78$; $VM/VP4T = 2,79$). Uma possível explicação para este resultado está relacionada a períodos em que a procura supera a oferta, conforme apontado por Saito e Maciel (2006), no qual as empresas com valor de mercado sobrevalorizado poderiam aproveitar as janelas de oportunidade em períodos *hot issue*.

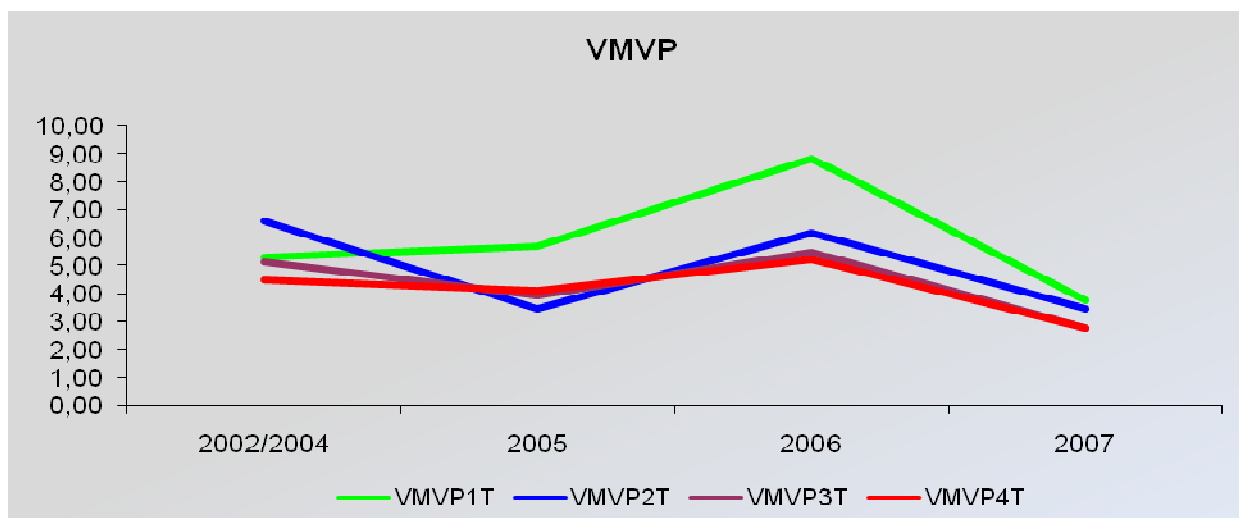


Gráfico 9 – Evolução anual do valor de mercado em relação ao valor patrimonial

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Quanto à variabilidade das médias de cada variável, utilizou-se a ANOVA (*Analysis of Variance*), técnica importante para comparar o comportamento dos retornos medidos em cada ano, sendo que para ser estatisticamente comparável cada grupo precisa ser diferente entre si. A TAB. 8 apresenta somente as variáveis que possuem médias significativamente diferentes em pelo menos dois dos quatro períodos anuais medidos, com nível de significância de 5%.

Tabela 9 – Variáveis selecionadas pela técnica ANOVA

Variáveis	Hipótese: Não existe diferença das médias entre os grupos	
	Estatística F	Significância*
BHAR126	3,59	0,0173
BHAR252	6,56	0,0005
MMAR126	3,53	0,0186
MMAR252	6,61	0,0005
AR126	4,91	0,0035
AR252	8,10	<,0001
Beta	4,94	0,0034
BHAR21	2,97	0,0367

(*) Quanto menor for o valor da significância do teste, mais evidências existem de que as médias são diferentes entre os grupos.

Fonte: Elaborada pelo autor da dissertação

Após a definição das variáveis com significância estatística, pretendeu-se avaliar somente as que apontavam para investimentos de longo prazo. Assim sendo, percebe-se que as médias são estatisticamente diferentes, mas o comportamento da variabilidade dentro de cada ano é bem semelhante para as variáveis *BHAR252*, *MMAR252* e *AR252* (APÊNDICE L). O que se destaca é a menor variabilidade no ano 2007, justamente o período de *hot issue*, onde os valores mínimos e máximos estão mais próximos da média, que neste caso é inferior aos demais anos pesquisados.

Esta última análise vem confirmar resultados inferiores para os investimentos realizados em *IPOs* de 2007, em período de euforia de mercado, mesmo que a amostra seja composta, na sua maioria, por empresas do Novo Mercado. Uma possível explicação para desempenhos negativos baseia-se nas conclusões de Ritter e Welch (2002) que sugerem os problemas comportamentais como a principal causa para o *underpricing*. Assim, momentos de euforia destacam-se nos *IPOs* de mercados *hot issue*, e momentos de pânico são provocados pela saída dos grandes investidores no longo prazo, causando quedas nos preços dos papéis.

4.6 Análise do desempenho acionário separado por segmento de GC

A seção anterior possibilitou realizar uma análise do desempenho amostral separada por períodos anuais, conforme proposto nos objetivos desta pesquisa. Outro objetivo proposto é o de realizar uma análise por segmento de listagem. Este corte é importante porque proporciona efetuar comparações entre os NDGC da Bovespa, recordando que o segmento Novo Mercado é o nível máximo que contém regras de proteção aos investidores. Para esta pesquisa foram 70 empresas analisadas do Novo Mercado e 12 empresas listadas no Nível 2 de governança corporativa.

De acordo com os dados constantes da TAB. 9, verifica-se que a maioria das variáveis estudadas apresentou médias significativamente diferentes de zero no segmento Nível 2. Portanto, apenas uma medida de curto prazo (*IR*) foi utilizada para os dois segmentos, sendo analisada na seção 4.1 deste trabalho. O resumo estatístico

completo após aplicar os testes paramétricos e não-paramétricos pode se consultado no APÊNDICE I.

Tabela 10 – Resumo estatístico das variáveis com significância estatística de 1% e 5%, separadas por segmento de listagem

Variáveis	Estatísticas												
	Casos	Mínimo	Média	Máximo	Variância	Desvio Padrão	Erro Padrão	Percentis		Intervalo de 95% de Confiança		Hipótese: Média = 0	
								5%	95%	LI	LS	Estat. t	Signif.
Novo Mercado													
Beta	70	-0,0512	0,5607	1,2134	0,0557	0,2359	0,0282	0,2101	0,9292	0,5044	0,6169	19,8800	<0,0001 ^b
IR	70	-0,1250	0,0556	0,2946	0,0072	0,0851	0,0102	-0,0455	0,2000	0,0353	0,0758	5,4600	<0,0001 ^b
BHAR252	70	-0,7294	-0,1680	1,1802	0,1798	0,4241	0,0507	-0,6848	0,7055	-0,2692	-0,0669	-3,3200	0,0015 ^a
MMAR21	70	-0,2504	0,0654	0,4063	0,0204	0,1429	0,0171	-0,1469	0,3040	0,0313	0,0994	3,8300	0,0003 ^a
MMAR252	70	-0,0608	-0,0097	0,0984	0,0015	0,0382	0,0046	-0,0567	0,0641	-0,0188	-0,0006	-2,1200	0,0373 ^a
AR21	70	-0,2517	0,0574	0,3487	0,0203	0,1426	0,0170	-0,1640	0,3163	0,0234	0,0913	3,3700	0,0013 ^a
AR63	70	-0,3919	0,0692	1,0210	0,0720	0,2683	0,0321	-0,2997	0,5106	0,0053	0,1332	2,1600	0,0343 ^a
VMVP1T	70	0,9100	5,8893	133,6500	273,9720	16,5521	1,9784	1,0500	10,7800	1,9426	9,8360	2,9800	0,0040 ^a
VMVP2T	70	0,6600	4,7497	72,1400	88,9526	9,4315	1,1273	1,0800	10,6000	2,5009	6,9986	4,2100	<0,0001 ^b
VMVP3T	70	0,7200	3,9723	42,8000	33,8055	5,8142	0,6949	0,8400	8,1500	2,5859	5,3586	5,7200	<0,0001 ^b
VMVP4T	70	0,3200	3,8343	38,1900	34,1560	5,8443	0,6985	0,7200	10,1200	2,4408	5,2278	5,4900	<0,0001 ^b
Nível 2													
Beta	12	0,1022	0,4930	0,9841	0,0535	0,2314	0,0668	0,1022	0,9841	0,3460	0,6400	7,3800	<0,0001 ^b
IR	12	-0,0864	0,0716	0,2139	0,0087	0,0934	0,0270	-0,0864	0,2139	0,0123	0,1310	2,6600	0,0223 ^a
BHAR252	12	-0,5761	-0,1768	0,3423	0,0704	0,2653	0,0766	-0,5761	0,3423	-0,3454	-0,0083	-2,3100	0,0414 ^a
VMVP1T	12	1,3300	3,2650	5,7500	2,3052	1,5183	0,4383	1,3300	5,7500	2,3003	4,2297	7,4500	<0,0001 ^b
VMVP2T	12	1,1500	3,0125	5,6800	2,5053	1,5828	0,4569	1,1500	5,6800	2,0068	4,0182	6,5900	<0,0001 ^b
VMVP3T	12	1,2700	3,2075	7,8900	4,6597	2,1586	0,6231	1,2700	7,8900	1,8360	4,5790	5,1500	0,0003 ^a
VMVP4T	12	0,7800	3,2000	7,9000	4,3123	2,0766	0,5995	0,7800	7,9000	1,8806	4,5194	5,3400	0,0002 ^a

(a); (b) Média da variável é estatisticamente diferente de zero ao nível de 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor da dissertação

Para medidas de longo prazo somente a variável *BHAR252* será analisada, pois foi a única que alcançou significância estatística de 5% para ambos os segmentos. Para o Novo Mercado percebe-se no campo visual uma curva de queda no desempenho acionário. Para um ano, o investimento médio neste segmento apontou um desempenho negativo de 16,80%, conforme GRAF. 10.

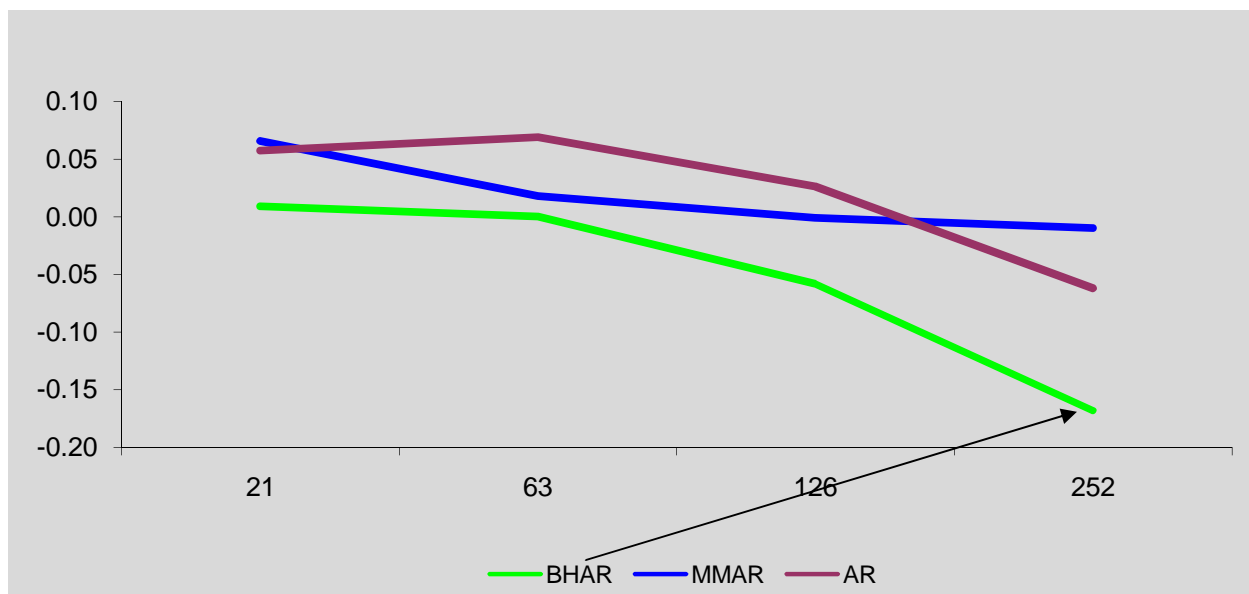


Gráfico 10 – Evolução do desempenho acionário segmento Novo Mercado*

(*) a seta assinala a variável que apresentou significância estatística.

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Para o segmento Nível 2, este desempenho médio também foi negativo, da ordem de 17,68%, conforme GRAF. 11.

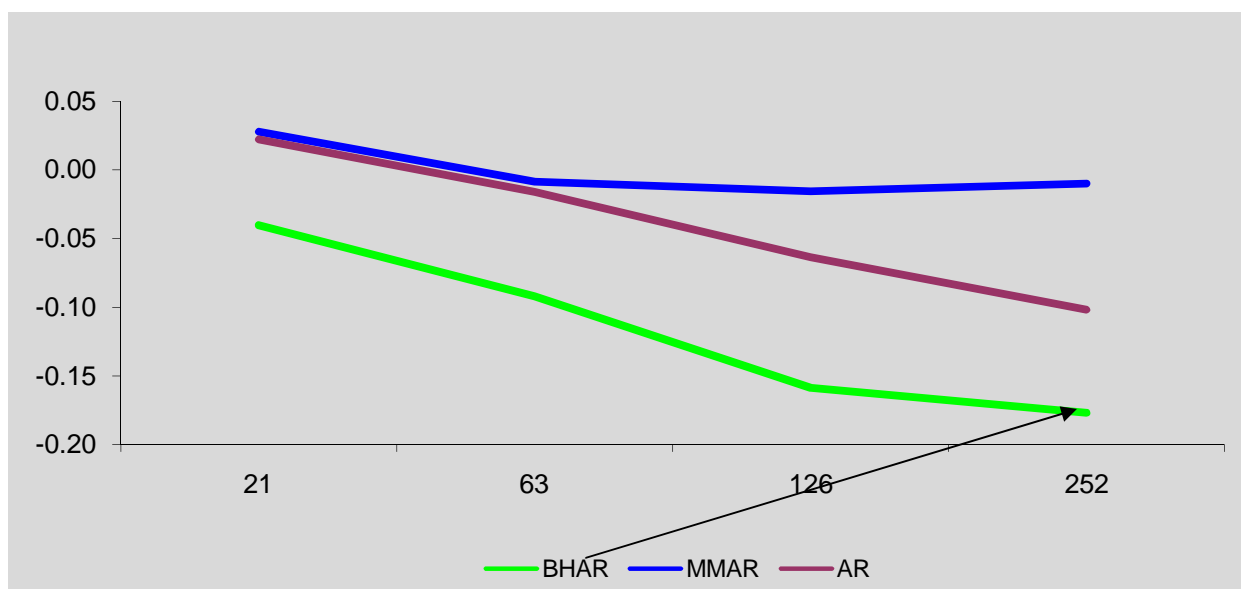


Gráfico 11 – Evolução do desempenho acionário segmento Nível 2*

(*) a seta assinala a variável que apresentou significância estatística.

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Ainda fazendo uma comparação por nível de listagem, utilizando as variáveis VM/VP, percebe-se, pelo GRAF. 12, que as empresas que realizaram *IPO* no Nível 2 praticamente mantiveram o valor de mercado por quatro trimestres após o *IPO*, com média de 3,26 para 3,20, testada ao nível de significância estatística de 1% e 5%.

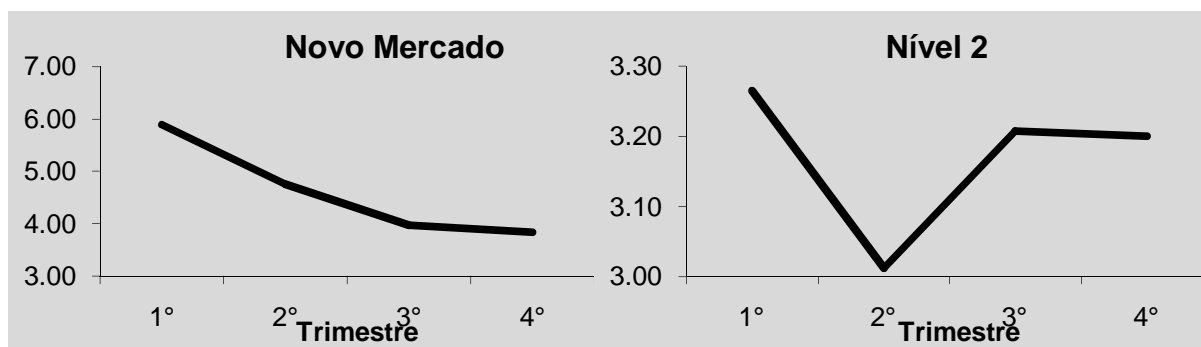


Gráfico 12 – Comparação do VM/VP entre os níveis de listagem

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

No entanto, para as empresas listadas no Novo Mercado a média de 5,89, após quatro trimestre, reduziu-se para 3,83, ou seja, uma queda de 35% sobre a riqueza dos investidores que apostaram no *IPO*. Este é um resultado relevante uma vez que esperava-se melhor desempenho para o segmento máximo de governança corporativa.

Ressalta-se que, neste caso, as quedas provocadas pela crise financeira mundial, a partir de meados de 2008, não afetaram a análise, pois as duas amostras estavam expostas. Nesse caso, a amostra do Nível 2 foi composta por 41,67% de empresas com exposição ao evento, enquanto para o Novo Mercado a exposição foi de 31,43%.

Esclarece-se que não houve médias significativamente diferentes entre os grupos de segmentos estudados, o que não favorece uma análise da variabilidade após a aplicação do teste ANOVA.

Encerrando-se esta análise, apresenta-se de forma resumida os principais resultados de *underpricing* e de desempenho de curto, médio e longo prazos observados na teoria nacional e inseridos neste trabalho. Recordar-se que nesta pesquisa o *underpricing* médio observado foi de 5,79%.

Autores	Período analisado	Tamanho da amostra	Retorno apurado
Aggarwal, Leal e Hernandez (1993)	1980 a 1990	62	78,5%
Saito e Maciel (2006)	jan/99 a mar/05	27	6,0%
Pasin <i>et al.</i> (2006)	mai/04 a abr/06	24	9,8%
Procianoy e Cigerza (2008)	mai/04 a set/06	29	7,1%

Quadro 8 – Resumo dos resultados nacionais de *underpricing* apresentados nesta pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Em relação ao QUADRO 9, em termos de comparação, esta pesquisa apontou resultado negativo de 0,97% e 16,93% para *MMAR* e *BHAR*, respectivamente, para uma amostra de 82 *IPOs* e um período de análise de fev/2002 a out/2007.

Autores	Período analisado	<i>Underpricing</i> acumulado	<i>Underpricing</i> excluído
Aggarwal, Leal e Hernandez (1993)	1980 a 1990	AR 39,2%	AR (-) 9,0%
Saito e Maciel (2006)	jan/99 a mar/05	RA (-) 17,2%	não consta
Procianoy e Cigerza (2008)	mai/04 a out/05	<i>MMAR</i> 1,06%	<i>BHAR</i> 10,94%*

Quadro 9 – Principais resultados de longo prazo apresentados em pesquisas nacionais

(*) Os autores justificaram baixa robustez para a análise estatística e tamanho da amostra (13 *IPOs*)

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

Janela	<i>BHAR</i>	<i>MMAR</i>	<i>AR</i>	<i>VM/VP4T</i>
01 mês	n.s*	5,99%	5,22%	n.s*
03 meses	n.s*	n.s*	n.s*	n.s*
06 meses	- 7,29%	n.s*	n.s*	n.s*
12 meses	- 16,93%	- 0,97%	n.s*	- 32,00%

Quadro 10 – Evidências encontradas no curto, médio e longo prazos

(*) Resultados que não apresentaram significância estatística

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação

5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O crescimento do número de *IPOs* no mercado de capitais brasileiro tem despertado a atenção de pesquisadores, empresários e da imprensa em geral. Tanto o meio acadêmico quanto o empresarial estão vigilantes quanto às repercussões que esse crescimento tem desencadeado na economia nacional, avaliando as causas, os efeitos e o próprio evento em si.

Um dos estudos inerentes ao tema abertura de capital é o desempenho acionário de curto, médio e longo prazos que estes investimentos podem proporcionar aos diversos investidores de renda variável. O *underpricing* é uma constatação de diversas pesquisas internacionais e nacionais, sendo alvo de diversas indagações sobre suas causas. Assim, é comum a percepção de desempenhos negativos como resultado de várias pesquisas.

No Brasil, após os incentivos de governança corporativa e o favorecimento do ambiente econômico mundial, considerou-se relevante um estudo que apurasse o desempenho acionário de empresas que abriram o capital publicamente e que, simultaneamente, assumiram o compromisso de cumprir as exigências de algum NDGC. Reforça-se que essas exigências têm princípios que procuram atrair os investidores de varejo, com o objetivo de aumentar a liquidez e a diversificação, em resposta aos esforços de redução da assimetria informacional, de ampliação do *disclosure voluntary* e *equity/fairness*, dentre outras ações.

Nesse contexto, portanto, essa dissertação teve como objetivo avaliar o desempenho acionário de empresas brasileiras que realizaram *IPO* com o compromisso de cumprir as boas práticas de governança corporativa junto ao mercado acionário. Como objetivo secundário, interessou-se em avaliar e comparar os seus resultados com os de outras pesquisas, que avaliaram o desempenho acionário, de médio e longo prazos, de empresas brasileiras e estrangeiras, além do *underpricing*, separando-se por NDGC e por ano de listagem.

Os resultados de desempenho ficaram bem próximos aos apresentados em pesquisas anteriores, tanto da literatura internacional como nacional, pois se apurou um *underpricing* médio de 5,79% para a amostra total. Quanto ao desempenho de longo prazo, as variáveis apontaram também para resultados negativos, mas distintos. Com nível de significância 5%, a variável *BHAR252* indicou resultado negativo de 16,93% (não acumula o retorno do *underpricing*) e a variável *MMAR252* indicou resultado negativo de 0,97% (acumula o retorno do *underpricing*). Com nível de significância 1%, o valor de mercado da amostra reduziu em média 32%, comparando resultados obtidos pelas variáveis VM/VP do primeiro trimestre (5,50) e do quarto trimestre (3,74).

Dessa maneira, foram encontradas evidências (com significância estatística de 1% e 5%) de que as empresas brasileiras analisadas utilizaram-se do mecanismo de *underpricing*, ou seja, as empresas oferecem um deságio no dia do *IPO*, como forma de atrair investidores, alavancando o seu potencial de captação de recursos. No entanto, na perspectiva do conceito “*buy and hold*”, durante um ano, as evidências mostraram que há retornos negativos significantes em praticamente todas as variáveis utilizadas.

Quanto ao desempenho do *underpricing* mensurado por NDGC e por ano, percebeu-se após aplicação do teste estatístico ANOVA, que não há diferenças entre as médias dos grupos pesquisados. Portanto, há evidências de que o *underpricing* independe dos NDGC e do ano de emissão. Esse resultado difere de algumas pesquisas que apontam *underpricing* maior em períodos de *hot issue*. Como 2007 foi um ano de aquecimento econômico, esperava-se um deságio maior quando comparado aos demais anos. Foram excluídos dessa análise os resultados para o ano de 2005, por não apresentar significância estatística.

No longo prazo, com avaliação anual, observou-se que os *IPOs* realizados em 2007 apresentaram o pior desempenho após um ano, enquanto por NDGC os resultados apontam que o valor de mercado das empresas do Nível 2 praticamente se mantiveram e as empresas do Novo Mercado tiveram redução de 33% em média, apurada pela variável VM/VP com significância estatística de 5%.

No que se refere à indagação norteadora desta pesquisa, os resultados empíricos encontrados permitem afirmar que há evidências de que as empresas presenteiam o investidor no dia do *IPO* com um deságio inicial. No entanto, no longo prazo, para aqueles que mantiveram o investimento aplicado por um ano, percebeu-se que os investidores perderam esse atrativo e ainda parte do capital investido. Complementa-se afirmando que não foram encontradas evidências de retornos superiores para aplicações em empresas que assumem nível mais elevado de governança corporativa, tanto no curto quanto no longo prazos.

Excluindo-se a hipótese de mercado perfeito, a assimetria informacional entre os diversos *players*, principalmente entre investidores majoritários (informados) e minoritários (desinformados) é uma das principais causas para o *underpricing*, apontada pelo clássico trabalho de Rock (1986). Este defende que as empresas concedem intencionalmente o deságio, com o objetivo de atrair o mercado e minimizar os retornos negativos dos desinformados, evitando assim sua fuga, pela maldição do vencedor (*winner's curse*).

Outras causas evidenciadas sugerem que as empresas incorrem em custos de emissão, intencionadas em obter sinalização e proporcionar a seleção de investidores, minimizando os comportamentos de *flipping* e aquisições hostis, além de custos com pagamento de prêmio para diversificar o grupo de investidores interessados, dentre outras. Para um mercado de capitais pouco desenvolvido como o brasileiro, comportamentos de *underpricing* elevados no dia do *IPO* e retornos negativos no longo prazo poderão afugentar o investidor minoritário (desinformado), que sempre estará em desvantagem diante dos investidores estrangeiros e majoritários (informados). Com isso, metas de diversificação, liquidez e promoção de investimentos de longo prazo, que impactam o custo de capital das empresas, não serão alcançadas nos próximos anos.

Por fim, há que se destacar algumas limitações que não puderam ser evitadas, pois a amostra de 82 *IPOs*, quando separada por ano e segmento, apresentou quantidade bem pequena para os anos 2002 a 2005. Além disso, a amostra composta por empresas listadas no Novo Mercado (n=70) é bem superior à do Nível 2 (n=12).

Neste trabalho, não houve intenção de verificar as causas do *underpricing* nos *IPOs* brasileiros recentes. No entanto, algumas hipóteses podem ser formuladas a partir de trabalhos já apresentados nesta dissertação, para posteriormente serem testadas em pesquisas futuras. Como exemplo, sugere-se testar se o ano de 2007 pode ser considerado um período de *windows of opportunity*, ao qual as empresas aproveitaram a assimetria informacional e a euforia para abrir o capital no momento em que o seu valor de mercado estava sobreprecificado, permitindo-lhes, inclusive, oferecer um deságio.

Outra sugestão é analisar, pelos resultados dos processos de *bookbuiding* e outros instrumentos, se os investidores estrangeiros e majoritários aproveitaram a euforia do mercado *hot issue* para “pular de galho em galho”, utilizando a estratégia de *flipping*, com estratégia fixa de apenas obter retornos iniciais em *IPOs*, que foram realizados recentemente por empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R.; LEAL, R.; HERNANDEZ, L. The aftermarket performance of initial public offerings in latin america. **Financial Management**, v.22, n.1, 1993, p. 42-53.

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, Aug. 1970, p. 488-500.

AMARAL, H. F.; IQUIAPAZA, R. A.; LAGE, P. P. C. Assimetria de informação e os preços das emissões públicas de ações. In: XXVI Encontro Nacional de Engenharia de Produção, 2006, Fortaleza. **Anais...**Disponível em <http://www.abepro.org.br/>. Acesso em 22 junho 2008.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 584 p.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 302 p.

ASSAF NETO, A. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – uma aplicação prática**. 2003. 202 f. Tese (Livre Docência) – FEA-RP/USP, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL **LEI Nº 6.385 DE 07 DE DEZEMBRO DE 1976**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/leisedecretos/Port/lei6385.pdf>. Acesso em: 08 abril 2008.

BARON, David. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. **The Journal of Finance**, v.37, n.4, Sept. 1982, p.955-976.

BARROS, J. R. M. *et al.* Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. São Paulo: **Bovespa**, Jul. 2000. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br> Acesso em: 09 abril 2008.

BENVENISTE, L. M.; BUSABA, W. Y. Bookbuilding vs. fixed price: an analysis of competing strategies for marketing IPOs. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.32, n.4, Dec. 1997, p.383-403.

BOVESPA. Empresas listadas por ano. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em: 04 abril 2008.

BRASIL. **Decreto nº 22.626** de 07 de abril de 1933. Presidência da República, Casa Civil. Rio de Janeiro, 1933.

BRASIL. **Lei nº 6.404** de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília: DOU, 1976. 108 p.

BRASIL. **Lei nº 10.303** de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404 e na Lei nº 6.385. Brasília: DOU, 2001.

CAMARGOS, M. A. **Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real**: um estudo de evento dos anúncios de fusões e aquisições. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – CEPEAD, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte. 2002.

CAMARGOS, M. A. **Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor, retorno, sinergias e risco**. 2008. 245 f. Tese (Doutorado) – CEPEAD, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte. 2008.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise empírica do retorno acionário anormal e da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005, (CD-ROM).

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Estudos de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, jul. / set. 2003, p. 1-20.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Evidência empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa sobre o comportamento da ações na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

CARVALHO, A. G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. **Revista Economia Aplicada**, v. 4, n. 3, 2000.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul-set 2002.

CASOTTI, F. P. **Oferta pública inicial no Brasil (2004-2006)**: uma abordagem da avaliação através de múltiplos e do custo de capital próprio. 2007. 100f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J.Y.; RUDGE, L. F.. **Mercado de capitais**: o que é, como funciona. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 371 p.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005. 349 p.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003. 640 p.

CORNELLI, F.; GOLDREICH, D. Bookbuilding and strategic allocation. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 6, Dez. 2001, p. 2337–2369.

CORNELLI, F.; GOLDREICH, D. Bookbuilding: How informative is the order book? **The Journal of Finance**, v. 58, n. 4, ago. 2003, p. 1415–1443.

DAMODARAN, A. **Investment valuation**: tools and techniques for determining the value of any asset. 2. ed. Editora John Wiley & Sons, 2002.

DUNBAR, C. G. Factors affecting investment bank initial public offering market share. **Journal of Financial Economics**, v.55, n.1, Jan 2000, p.3-41.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BROWN, S. J.; GOETZMANN, W. N. **Moderna teoria de carteiras e análise de investimento**. São Paulo: Atlas, 2004.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A.; SILVEIRA, H. P. Conceito de taxa livre de risco e sua aplicação no CAPM: um estudo exploratório para o mercado brasileiro. In: 2º ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2002, Rio de Janeiro, **Anais...** 2002.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 171 p.

GODOY, A. A. J.; COSTA, S. R. C. Evidenciação, divulgação ou *disclosure*: aspectos teóricos e aplicações ao mercado financeiro. **FCV Empresarial**, v. 1, 2007, p. 151-165.

GONÇALVES JR. C. Adjusted Present Value (APV): avaliação de negócios com taxas de desconto diferenciadas. 2003. 165 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – UNIFEI, Universidade Federal de Itajubá, Itajubá. 2003.

IBBOTSON, R. G. Price performance of common stock new issues. **Journal of Financial Economics**, v.2, n.3, Sept. 1975, p.235-272.

IQUIAPAZA, R. A.; GRUBERGER, D. J.; SANTOS, I. T. A Endogeneidade da estrutura de propriedade, governança corporativa e criação de valor na Bovespa no período 2002-2005. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM

ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007, (CD-ROM).

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos em Dinheiro na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

KLOECKNER, G. O. Estudos de evento: a análise de um método. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 19, 1995, João Pessoa. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 1995, (CD-ROM).

KRIGMAN, L.; SHAW, W. H.; WOMACK, K. L. The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping. **The Journal of Finance**, v.54, n.3, June 1999, p.1015-1044.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **RAE-eletrônica**, v. 2, n.2, jul/dez 2003, p. 1-15.

LEMES JR. A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S.. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 547 p.

LEONE, A. J.; ROCK, S.; WILLENBORG, M. Disclosure of intended use of proceeds and underpricing in initial public offerings. **Journal of Accounting Research**. v. 45, n. 1, 2007, p. 111-153.

LEX, A. C. **IPOs no Novo Mercado: estratégias de capitalização ou de saída?** 2007. 50 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2007.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, Feb. 1965, p. 13-37.

LJUNGQVIST, A. P. IPO underpricing. Salomon Center Stern School of Business New York University and CEPR. **Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance**, Sept. 2004, p. 01 -76.

LJUNGQVIST, A. P.; JENKINSON, T.; WILHELM JR., W. J. Has the introduction of bookbuilding increased the efficiency of international IPOs? **Oxford Financial Research Centre**, Apr. 2000, 56 p.

LJUNGQVIST, A. P.; JENKINSON, T.; WILHELM JR, W. J. Global integration in primary equity markets: The role of U.S. banks and U.S. investors. **Review of Financial Studies**, sept. 2001, p. 01–44.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J.; RYDQVIST, K. Initial public offerings: international insights. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 2, June 1994, p. 165-199.

MARKOWITZ, H. M. Portfolio selection. **Journal of finance**, v. 7, 1952, p. 77-91.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed., São Paulo: Atlas, 2002, 134 p.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 1, jan/mar 2008, p. 177-199.

MEDEIROS, O. R.; RAMOS, F. C. Determinantes do desempenho e volatilidade da Bovespa: um estudo empírico. In: 4º CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004 (CD-ROM).

MELLAGI FILHO, A.; ISHIKAWA, S. **Mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003, 382 p.

MELLO, O. P. **Governança corporativa x desempenho das ações**: um estudo das empresas do setor de energia no âmbito da Bovespa. 2007. 109 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade Novos Horizontes, Belo Horizonte. 2007.

MICHAELY, R.; SHAW, Wayne H. The pricing of initial public offerings: tests of adverse selection and signaling theories. **The Review of Financial Studies**, v.7, n.2, 1994, p. 279-313.

MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and valuation of shares. **The Journal of Business** 34, n. 4, Out. 1961, p. 411-433.

MOSSIN, J. Equilibrium in a capital asset market. **Econometric Society**, v. 34, n. 4, Oct. 1966, p. 768-783.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, june 1984, p. 187-221.

PASIN, R. M.; MARTELANC, R.; PIMENTA JR., T.; RIOLFI, M. O paradoxo da sobrevalorização dos preços nas aberturas de capital no Brasil. In: ENCONTRO

NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

PAULO, E; ANTUNES, M. T. P; FORMIGONI, H. Estudo sobre o conservadorismo nas companhias abertas e fechadas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

PEIXE, F. C. D. **Novo Mercado**: obstáculos e atrativos para as empresas do Nível 1 de governança corporativa. 2003. 98 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo. 2003.

PERES, M. A. **Bookbuilding como instrumento de precificação e alocação estratégica nas emissões de ações de empresas brasileiras**. 2003. 122 p. Dissertação (Mestrado em Administração Contábil e Financeira) – EAESP/FGV, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2003.

PERLIN, M. S.; CERETTA, P. S.; CAPM e o mercado brasileiro. In: 4º CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004 (CD-ROM).

PINHEIRO, A. C. Impactos microeconômicos da privatização no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro: IPEA, v. 26, n. 3, p. 357-398, dez. 1996.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 354 p.

PROCIANOY, J. L.; CIGERZA, G. C. IPOs in emerging markets: a comparison of Brazil, India and China. In: 8. CONGRESSO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2008. (CD-ROM).

RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; MENDES-DA-SILVA, W. Performance das melhores práticas de governança corporativa no Brasil: um estudo de carteiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007, (CD-ROM).

REILLY, F. K.; NORTON, E. A. **Investimentos**. 7. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008. 564 p.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ, R. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o Novo Mercado. **V SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA-USP**, junho 2001.

RITTER, J. R. Initial public offerings. **Contemporary finance digest**, v. 2, n. 1, 1998, p. 5-30.

RITTER, J. R. **Money left on the table in IPOs by firm**. 2006. Disponível em: <http://www.bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/monew.pdf> Acesso em: 10 de julho de 2008

RITTER, J. R. The costs of going public. **Journal of Financial Economics**, v. 19, n. 2, Dec. 1987, p.269-282.

RITTER, J. R. The hot issue market of 1980, **Journal of Business**, v. 57, n. 2, apr. 1984, p. 215-240.

RITTER, J. R. The long-run performance of initial public offerings. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, 1991, p. 3-28.

RITTER, J. R.; WELCH, I. A review of IPO activity, pricing, and allocations. **The Journal of Finance**, v. 57 n. 4, Aug. 2002, p. 1795–1828.

ROCK, K. Why new issues are underpriced. **Journal of Financial Economics**, v. 15, n. 1/2, jan/feb, 1986, p. 187-212.

ROGERS, P; RIBEIRO, K. C. S. Governança corporativa e limites para o desenvolvimento do mercado de capitais: análise do risco Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004, (CD-ROM).

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. Governança Corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005, (CD-ROM).

ROGERS, P.; SECURATO, J. R. Estudo comparativo no mercado brasileiro do reward beta approach, capital asset pricing model (CAPM) e modelo 3-fatores de Fama e French. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008, (CD-ROM).

ROSS S. A; WESTERFIELD, R. S.; JAFFE J. R. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 776 p.

SAITO, R.; MACIEL, L. P. Underpricing of brazilian IPOs: empirical evidence from 1999 to 2005: In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006, (CD-ROM).

SAITO, R.; PEREIRA, J. A. C. M. Bookbuilding e alocação estratégica: evidência do mercado brasileiro de ações. **Revista Brasileira de Finanças**, v.4, n. 1, 2006.

SANVICENTE, A. Z.; MINARDI, A. M. A. F. Problemas de estimação do custo de capital no Brasil. **Ibmec Business School**, São Paulo, 1999.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, v. 19, n. 3, Sep. 1964, p. 425-441.

SHERMAN, A. E. IPOs and long-term relationships: an advantage of book building. **The Review of Financial Studies**, v.13, n.3, 2000, p.697-714.

SHLEIFER, A; VISHNY R. W. A. Survey of corporate governance. **The Journal of Finance** . v. 52, n. 2 . jun. 1997, p.737-783.

SILVA, E. N.; PORTO JR., S. S. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. **Revista Economia Aplicada**, v. 10, n. 3, 2006, p. 425-442.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. In: 5º ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2005, São Paulo, **Anais...** 2005.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: 4º ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2004, Rio de Janeiro, **Anais...** 2004.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26, 2002, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2002, (CD-ROM).

STEVENSON. W. J. **Estatística aplicada à administração**. 1. ed. São Paulo: Harper e Row do Brasil , 1981. 495 p.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004, (CD-ROM).

TEIXEIRA, N. Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In: Bacha, E. L.; Oliveira Filho (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

TINIC, S. Anatomy of initial public offerings of common stock. **The Journal of Finance**, v.43, n.4, Sept. 1988, p.789-822.

TONIATO, J. B. A. “Hot issue” no Mercado de IPO e suas conseqüências para as empresas emitentes e investidores: o mercado do Reino Unido em 2000. **Brazilian Business Review**, 2007.

VAN HORNE, J. C. **Política e Administração Financeira**. V. 1. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1974. 316 p.

VIAN, J. V.; WALTER, A. R. Abertura de capital no Brasil – uma análise dos prós e contras. **Revista Repensando**, ed. 1, p. 38, 1º Sem. 2007. Disponível em <http://www.puc-campinas.edu.br/centros/cea/ns/publicacoes/pdf/Revista_Eletronica_Repensando.pdf>. Acesso em: 08 abril 2008.

WELCH, I. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. **The Journal of Finance**. v. 44, n. 2, Jun. 1989, p. 421-449.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000. 1.030 p.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Relação de <i>IPOs</i> com listagem em 2002	109
APÊNDICE B – Relação de <i>IPOs</i> com listagem em 2004.	110
APÊNDICE C – Relação de <i>IPOs</i> com listagem em 2005.	111
APÊNDICE D – Relação de <i>IPOs</i> com listagem em 2006.	112
APÊNDICE E – Relação de <i>IPOs</i> com listagem em 2007.	113
APÊNDICE F – Reação das empresas às exigências dos NDGC	115
APÊNDICE G – Distribuição dos dados amostrais para todas as variáveis estudadas	116
APÊNDICE H – Resumo estatístico com testes significativos para a média de todas as variáveis estudadas, separadas por ano	117
APÊNDICE I – Resumo estatístico com testes significativos para a média de todas as variáveis estudadas, separadas por segmento	119
APÊNDICE J – Resumo estatístico com testes significativos para a média de todas as variáveis estudadas, para amostras com e sem <i>underpricing</i>	120
APÊNDICE K – Comparação das médias das variáveis por ano (ANOVA)	121
APÊNDICE L – Comparação das médias das variáveis por ano (ANOVA)	122

APÊNDICE A – Relação de IPOs com listagem em 2002

Nº de listagem	Ano de listagem	Nome da empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões
01	2002	CCR	Novo Mercado	Primária	351

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação a partir de informações contidas no site da Bovespa

APÊNDICE B – Relação de IPOs com listagem em 2004.

Nº de listagem	Ano de listagem	Nome da empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões
1	2004	Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377
2	2004	DASA	Novo Mercado	Mista	437
3	2004	Grendene	Novo Mercado	Secundária	617
4	2004	CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	821
5	2004	Gol	Nível 2	Mista	878
6	2004	Natura	Novo Mercado	Secundária	768

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação a partir de informações contidas no site da Bovespa

APÊNDICE C – Relação de IPOs com listagem em 2005.

Nº de listagem	Ano de listagem	Nome da empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões
1	2005	UOL	Nível 2	Mista	625
2	2005	Cosan	Novo Mercado	Primária	886
3	2005	OHL Brasil	Novo Mercado	Mista	496
4	2005	Energias BR	Novo Mercado	Mista	1,185
5	2005	Localiza	Novo Mercado	Secundária	265
6	2005	Submarino	Novo Mercado	Mista	473
7	2005	Renar	Novo Mercado	Primária	16

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação a partir de informações contidas no site da Bovespa

APÊNDICE D – Relação de *IPOs* com listagem em 2006.

Nº de listagem	Ano de listagem	Nome da empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões
1	2006	Positivo Inf	Novo Mercado	Mista	604
2	2006	Odontoprev	Novo Mercado	Mista	522
3	2006	Ecodiesel	Novo Mercado	Primária	379
4	2006	Terna Part	Nível 2	Mista	627
5	2006	Profarma	Novo Mercado	Mista	401
6	2006	Brascan Res	Novo Mercado	Mista	1,188
7	2006	M.Diasbranco	Novo Mercado	Secundária	411
8	2006	Santos Bras	Nível 2	Mista	933
9	2006	Klabinsegall	Novo Mercado	Mista	527
10	2006	Medial Saude	Novo Mercado	Mista	742
11	2006	Abyara	Novo Mercado	Primária	164
12	2006	MMX Miner	Novo Mercado	Primária	1,119
13	2006	Datasul	Novo Mercado	Mista	317
14	2006	Lupatech	Novo Mercado	Mista	453
15	2006	CSU CardSyst	Novo Mercado	Mista	341
16	2006	ABnote	Novo Mercado	Secundária	480
17	2006	Equatorial	Nível 2	Mista	540
18	2006	Totvs	Novo Mercado	Mista	460
10	2006	Company	Novo Mercado	Mista	282
20	2006	Gafisa	Novo Mercado	Mista	927
21	2006	Copasa	Novo Mercado	Primária	813
22	2006	Vivax	Nível 2	Mista	529
23	2006	Lopes Brasil	Novo Mercado	Secundária	475

Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação a partir de informações contidas no site da Bovespa

APÊNDICE E – Relação de *IPOs* com listagem em 2007 (continua)

Nº de listagem	Ano de Listagem	Nome da Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões
1	2007	Helbor*	Novo Mercado	Primária	232
2	2007	Amil	Novo Mercado	Mista	1,401
3	2007	BR Brokers	Novo Mercado	Mista	699
4	2007	Marisa*	Novo Mercado	Primária	440
5	2007	SEB	Nível 2	Mista	413
6	2007	Tenda	Novo Mercado	Primária	603
7	2007	Trisul	Novo Mercado	Primária	330
8	2007	Sul America	Nível 2	Primária	775
9	2007	Satipel	Novo Mercado	Mista	413
10	2007	Estacio Part	Nível 2	Mista	447
11	2007	Generalshopp	Novo Mercado	Primária	287
12	2007	Multiplan	Nível 2	Mista	925
13	2007	Providencia	Novo Mercado	Primária	469
14	2007	Springs	Novo Mercado	Mista	656
15	2007	Triunfo Part	Novo Mercado	Mista	513
16	2007	Guarani	Novo Mercado	Primária	666
17	2007	Kroton	Nível 2	Mista	479
18	2007	MRV	Novo Mercado	Mista	1,193
19	2007	Minerva	Novo Mercado	Mista	444
20	2007	Invest Tur	Novo Mercado	Primária	945
21	2007	Redecard	Novo Mercado	Mista	4,643
22	2007	Tegma	Novo Mercado	Mista	604
23	2007	Marfrig	Novo Mercado	Primária	1,021
24	2007	EZTec	Novo Mercado	Primária	542
25	2007	Log-In	Novo Mercado	Mista	848
26	2007	SLC Agricola	Novo Mercado	Mista	490
27	2007	Inpar S/A	Novo Mercado	Primária	756
28	2007	Cremer	Novo Mercado	Mista	508
29	2007	Agra Incorp	Novo Mercado	Mista	786
30	2007	CR2	Novo Mercado	Primária	308
31	2007	Bematech	Novo Mercado	Mista	407
32	2007	Metafrio	Novo Mercado	Mista	453
33	2007	JHSF Part	Novo Mercado	Primária	432
34	2007	Fer Heringer	Novo Mercado	Mista>	304
35	2007	BR Malls Par	Novo Mercado	Mista	657

APÊNDICE F – Relação de *IPOs* com listagem em 2007 (conclusão)

Nº de listagem	Ano de Listagem	Nome da empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões
36	2007	Even	Novo Mercado	Primária	460
37	2007	JBS	Novo Mercado	Mista	1,617
38	2007	Anhanguera	Nível 2	Mista	512
39	2007	GVT Holding	Novo Mercado	Primária	1,076
40	2007	Sao Martinho	Novo Mercado	Mista	424
41	2007	Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549
42	2007	Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791
43	2007	CC Des Imob	Novo Mercado	Mista	522
44	2007	Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	449
45	2007	PDG Realt	Novo Mercado	Mista	648

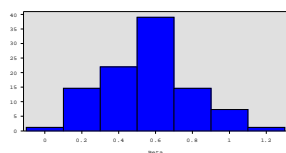
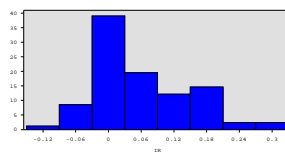
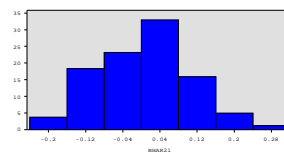
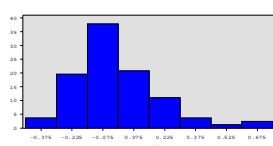
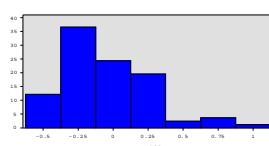
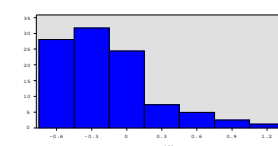
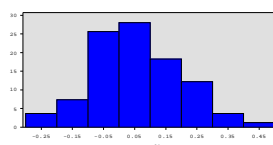
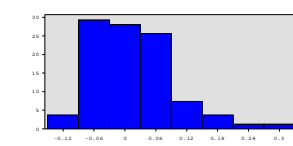
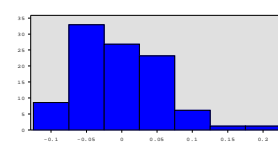
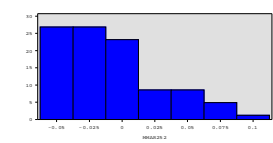
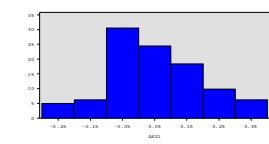
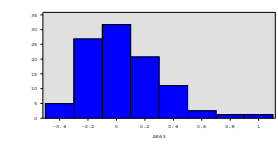
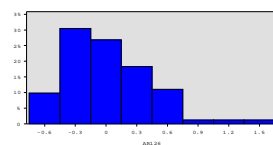
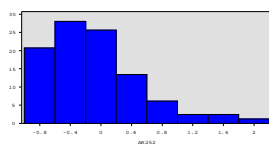
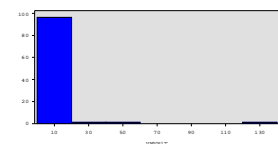
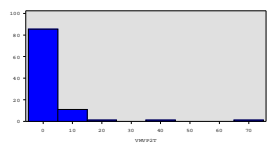
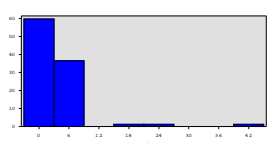
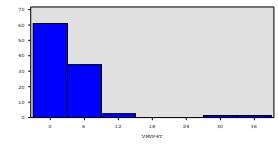
Fonte: Elaborado pelo autor da dissertação a partir de informações contidas no site da Bovespa

APÊNDICE G – Reação das empresas às exigências dos NDGC

REQUISITOS CONSIDERADOS		Avaliação das empresas		Prazo estimado para adequação	
		Obstáculos	Atrativos	Médio	Longo
Governança	Direito de voto às ações preferenciais em matérias de alto impacto	X		X	
	<i>Tag Along</i>		X	X	
	Adesão à câmara de arbitragem	X		X	
	Mandato unificado para conselho de administração	Sem definição		X	
Transparência	Demonstrações contábeis seguindo normas internacionais		X	X	
	Uso de informações assimétricas: restrições à negociação de ações por controladores e gestores		X	X	
Controle	Emissão apenas de ações ordinárias.	X			X

Fonte: Adaptado pelo autor da dissertação, a partir de informações contidas no trabalho de Peixe (2003)

APÊNDICE H – Distribuição dos dados amostrais para todas as variáveis estudadas

BETA**IR****BHAR21****BHAR63****BHAR126****BHAR252****MMAR21****MMAR63****MMAR126****MMAR252****AR21****AR63****AR126****AR252****VM/VP1T****VM/VP2T****VM/VP3T****VM/VP4T**

APÊNDICE I – Resumo estatístico com testes significativos para a média de todas as variáveis estudadas, separadas por ano (continua)

Variáveis	Estatísticas												
	Casos	Mínimo	Média	Máximo	Variância	Desvio Padrão	Erro Padrão	Percentis		Intervalo de 95% de Confiança		Hipótese: Média = 0	
								5%	95%	LI	LS	Estat. t	Signif.
2002/2004													
Beta	7	0.2101	0.2766	0.3737	0.0041	0.0644	0.0243	0.2101	0.3737	0.2171	0.3361	11.3700	<.0001
IR	7	-0.0128	0.0833	0.2000	0.0063	0.0792	0.0299	-0.0128	0.2000	0.0100	0.1565	2.7800	0.0320
BHAR21	7	-0.1288	-0.0749	0.0365	0.0038	0.0614	0.0232	-0.1288	0.0365	-0.1317	-0.0182	-3.2300	0.0179
BHAR63	7	-0.2144	-0.0288	0.1843	0.0208	0.1444	0.0546	-0.2144	0.1843	-0.1623	0.1047	-0.5300	0.6167
BHAR126	7	-0.5506	-0.0656	0.2663	0.1191	0.3451	0.1304	-0.5506	0.2663	-0.3848	0.2535	-0.5000	0.6328
BHAR252	7	-0.6042	-0.0165	0.5154	0.1528	0.3909	0.1478	-0.6042	0.5154	-0.3781	0.3450	-0.1100	0.9147
MMAR21	7	-0.1185	0.0026	0.1984	0.0115	0.1070	0.0405	-0.1185	0.1984	-0.0963	0.1016	0.0700	0.9500
MMAR63	7	-0.0597	0.0185	0.1162	0.0044	0.0663	0.0251	-0.0597	0.1162	-0.0428	0.0798	0.7400	0.4875
MMAR126	7	-0.0923	0.0035	0.0700	0.0046	0.0675	0.0255	-0.0923	0.0700	-0.0589	0.0659	0.1400	0.8962
MMAR252	7	-0.0464	0.0064	0.0627	0.0016	0.0394	0.0149	-0.0464	0.0627	-0.0301	0.0429	0.4300	0.6820
AR21	7	-0.0618	0.0366	0.2567	0.0140	0.1182	0.0447	-0.0618	0.2567	-0.0727	0.1459	0.8200	0.4440
AR63	7	-0.3192	0.0906	0.4411	0.0729	0.2700	0.1021	-0.3192	0.4411	-0.1591	0.3403	0.8900	0.4089
AR126	7	-0.7087	0.0461	0.5884	0.2634	0.5132	0.1940	-0.7087	0.5884	-0.4285	0.5207	0.2400	0.8200
AR252	7	-0.6666	0.1843	1.1418	0.4451	0.6671	0.2522	-0.6666	1.1418	-0.4327	0.8013	0.7300	0.4923
VMVP1T	7	1.6100	5.3157	10.7800	10.0995	3.1780	1.2012	1.6100	10.7800	2.3766	8.2549	4.4300	0.0044
VMVP2T	7	1.8800	6.6086	17.6700	33.1179	5.7548	2.1751	1.8800	17.6700	1.2863	11.9309	3.0400	0.0229
VMVP3T	7	1.2500	5.1800	15.0200	25.7993	5.0793	1.9198	1.2500	15.0200	0.4824	9.8776	2.7000	0.0357
VMVP4T	7	1.2400	4.5071	12.1300	16.3786	4.0470	1.5296	1.2400	12.1300	0.7642	8.2500	2.9500	0.0257
2005													
Beta	7	0.4798	0.7104	1.2134	0.0762	0.2761	0.1044	0.4798	1.2134	0.4550	0.9658	6.8100	0.0005
IR	7	0.0000	0.0658	0.1667	0.0059	0.0767	0.0290	0.0000	0.1667	-0.0052	0.1367	2.2700	0.0639
BHAR21	7	-0.2337	-0.0461	0.1436	0.0174	0.1317	0.0498	-0.2337	0.1436	-0.1679	0.0757	-0.9300	0.3901
BHAR63	7	-0.3601	0.0186	0.6084	0.1073	0.3276	0.1238	-0.3601	0.6084	-0.2844	0.3215	0.1500	0.8857
BHAR126	7	-0.5436	0.1450	0.9674	0.3024	0.5499	0.2078	-0.5436	0.9674	-0.3635	0.6536	0.7000	0.5114
BHAR252	7	-0.6848	0.1498	1.1802	0.4709	0.6862	0.2594	-0.6848	1.1802	-0.4848	0.7845	0.5800	0.5845
MMAR21	7	-0.2242	0.0199	0.2713	0.0335	0.1831	0.0692	-0.2242	0.2713	-0.1495	0.1892	0.2900	0.7838
MMAR63	7	-0.0889	0.0299	0.2877	0.0170	0.1304	0.0493	-0.0889	0.2877	-0.0907	0.1505	0.6100	0.5662
MMAR126	7	-0.0896	0.0372	0.2131	0.0106	0.1029	0.0389	-0.0896	0.2131	-0.0580	0.1323	0.9600	0.3759
MMAR252	7	-0.0567	0.0177	0.0984	0.0034	0.0580	0.0219	-0.0567	0.0984	-0.0359	0.0714	0.8100	0.4498
AR21	7	-0.2517	0.0224	0.2904	0.0397	0.1993	0.0753	-0.2517	0.2904	-0.1620	0.2067	0.3000	0.7767
AR63	7	-0.3101	0.1251	1.0210	0.2154	0.4641	0.1754	-0.3101	1.0210	-0.3042	0.5544	0.7100	0.5026
AR126	7	-0.5793	0.3510	1.4670	0.5161	0.7184	0.2715	-0.5793	1.4670	-0.3134	1.0154	1.2900	0.2437
AR252	7	-0.8286	0.4056	2.0052	1.0373	1.0185	0.3849	-0.8286	2.0052	-0.5364	1.3475	1.0500	0.3326
VMVP1T	7	1.0500	5.7400	23.9700	66.6876	8.1662	3.0866	1.0500	23.9700	-1.8125	13.2925	1.8600	0.1123
VMVP2T	7	1.0600	3.4771	6.8500	4.0336	2.0084	0.7591	1.0600	6.8500	1.6197	5.3346	4.5800	0.0038
VMVP3T	7	0.8400	3.9400	7.3900	6.2927	2.5085	0.9481	0.8400	7.3900	1.6200	6.2600	4.1600	0.0060
VMVP4T	7	0.9400	4.1371	10.1200	10.7542	3.2794	1.2395	0.9400	10.1200	1.1042	7.1700	3.3400	0.0157

APÊNDICE J – Resumo estatístico com testes significativos para a média de todas as variáveis estudadas, separadas por ano (conclusão)

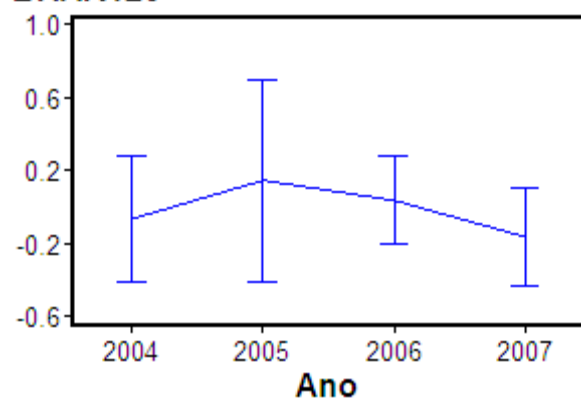
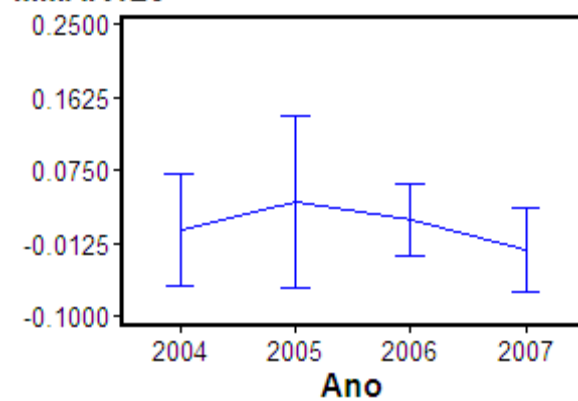
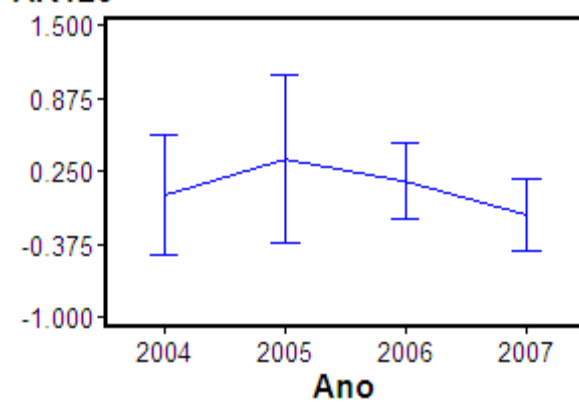
Variáveis	Estatísticas												
	Casos	Mínimo	Média	Máximo	Variância	Desvio Padrão	Erro Padrão	Percentis		Intervalo de 95% de Confiança		Hipótese: Média = 0	
								5%	95%	LI	LS	Estat. t	Signif.
2006													
Beta	23	0.3172	0.5664	0.8405	0.0180	0.1340	0.0279	0.4050	0.8152	0.5085	0.6244	20.2700	<.0001
IR	23	-0.0667	0.0691	0.2946	0.0073	0.0852	0.0178	-0.0278	0.1875	0.0323	0.1060	3.8900	0.0008
BHAR21	23	-0.1420	-0.0084	0.1046	0.0041	0.0644	0.0134	-0.1144	0.0882	-0.0363	0.0194	-0.6300	0.5360
BHAR63	23	-0.2908	-0.0054	0.3811	0.0279	0.1671	0.0348	-0.2595	0.2761	-0.0777	0.0669	-0.1600	0.8782
BHAR126	23	-0.2704	0.0355	0.7201	0.0588	0.2426	0.0506	-0.2253	0.4614	-0.0694	0.1404	0.7000	0.4903
BHAR252	23	-0.6170	-0.0020	0.9095	0.1510	0.3886	0.0810	-0.5250	0.7988	-0.1700	0.1661	-0.0200	0.9807
MMAR21	23	-0.1088	0.0599	0.3411	0.0117	0.1081	0.0225	-0.0624	0.2035	0.0131	0.1066	2.6600	0.0144
MMAR63	23	-0.0934	0.0180	0.1535	0.0043	0.0655	0.0137	-0.0632	0.1360	-0.0104	0.0463	1.3200	0.2019
MMAR126	23	-0.0411	0.0161	0.1200	0.0018	0.0428	0.0089	-0.0375	0.0757	-0.0024	0.0345	1.8000	0.0856
MMAR252	23	-0.0517	0.0055	0.0756	0.0011	0.0338	0.0070	-0.0413	0.0666	-0.0091	0.0201	0.7800	0.4458
AR21	23	-0.1079	0.0615	0.3212	0.0123	0.1111	0.0232	-0.0987	0.2470	0.0135	0.1095	2.6600	0.0145
AR63	23	-0.2997	0.0671	0.5684	0.0479	0.2189	0.0456	-0.1803	0.4823	-0.0276	0.1617	1.4700	0.1560
AR126	23	-0.2778	0.1638	1.0758	0.1053	0.3245	0.0677	-0.2152	0.6948	0.0234	0.3041	2.4200	0.0242
AR252	23	-0.7873	0.2345	1.6170	0.3527	0.5939	0.1238	-0.5788	1.5605	-0.0224	0.4913	1.8900	0.0716
VMVP1T	23	0.9100	8.8561	133.65	741.35	27.227	5.6774	1.3300	6.3200	-2.9181	20.6302	1.5600	0.1331
VMVP2T	23	0.6600	6.1813	72.140	208.63	14.444	3.0118	1.3200	6.8900	-0.0648	12.4274	2.0500	0.0522
VMVP3T	23	0.7200	5.5022	42.800	68.997	8.3064	1.7320	1.7100	8.1500	1.9102	9.0941	3.1800	0.0044
VMVP4T	23	0.8800	5.2496	31.310	35.858	5.9882	1.2486	1.6200	7.6000	2.6601	7.8391	4.2000	0.0004
2007													
Beta	45	-0.0512	0.5606	1.0852	0.0656	0.2560	0.0382	0.1688	0.9292	0.4837	0.6375	14.6900	<.0001
IR	45	-0.1250	0.0470	0.2722	0.0080	0.0894	0.0133	-0.0500	0.2139	0.0202	0.0739	3.5300	0.0010
BHAR21	45	-0.2217	0.0261	0.2941	0.0122	0.1103	0.0164	-0.1412	0.2191	-0.0071	0.0592	1.5900	0.1200
BHAR63	45	-0.3884	-0.0199	0.6659	0.0454	0.2132	0.0318	-0.2649	0.3639	-0.0839	0.0441	-0.6300	0.5345
BHAR126	45	-0.5764	-0.1634	0.8439	0.0729	0.2701	0.0403	-0.5385	0.2829	-0.2445	-0.0822	-4.0600	0.0002
BHAR252	45	-0.7294	-0.3283	0.6254	0.0787	0.2805	0.0418	-0.6885	0.1354	-0.4125	-0.2440	-7.8500	<.0001
MMAR21	45	-0.2504	0.0750	0.4063	0.0227	0.1505	0.0224	-0.1851	0.3040	0.0298	0.1203	3.3400	0.0017
MMAR63	45	-0.1244	0.0090	0.2165	0.0064	0.0802	0.0120	-0.0900	0.1835	-0.0151	0.0331	0.7500	0.4558
MMAR126	45	-0.0943	-0.0201	0.1300	0.0026	0.0507	0.0076	-0.0883	0.0764	-0.0353	-0.0049	-2.6700	0.0107
MMAR252	45	-0.0608	-0.0242	0.0540	0.0007	0.0266	0.0040	-0.0574	0.0295	-0.0322	-0.0162	-6.1000	<.0001
AR21	45	-0.2401	0.0546	0.3487	0.0222	0.1490	0.0222	-0.2038	0.3210	0.0098	0.0994	2.4600	0.0180
AR63	45	-0.3919	0.0357	0.7240	0.0631	0.2512	0.0375	-0.2927	0.4696	-0.0398	0.1112	0.9500	0.3456
AR126	45	-0.6064	-0.1213	0.7436	0.0987	0.3142	0.0468	-0.5540	0.5346	-0.2157	-0.0269	-2.5900	0.0130
AR252	45	-0.9525	-0.3348	0.8403	0.1560	0.3949	0.0589	-0.7996	0.3584	-0.4535	-0.2162	-5.6900	<.0001
VMVP1T	45	0.9800	3.7856	45.3400	41.765	6.4625	0.9634	1.4500	6.5300	1.8440	5.7271	3.9300	0.0003
VMVP2T	45	0.8200	3.4636	37.3200	27.991	5.2906	0.7887	1.1500	5.6800	1.8741	5.0530	4.3900	<.0001
VMVP3T	45	0.7700	2.8036	24.6200	12.610	3.5511	0.5294	0.9700	6.3100	1.7367	3.8704	5.3000	<.0001
VMVP4T	45	0.3200	2.7900	38.1900	30.873	5.5563	0.8283	0.4800	4.4500	1.1207	4.4593	3.3700	0.0016

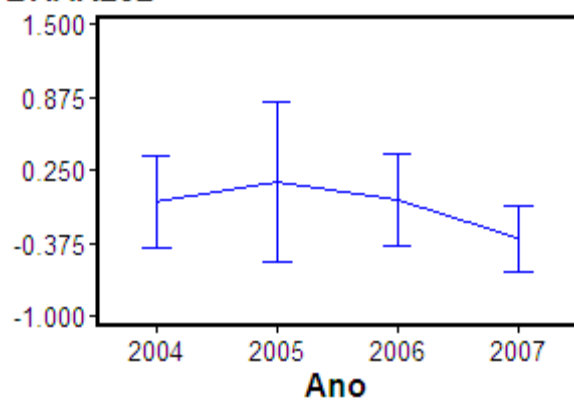
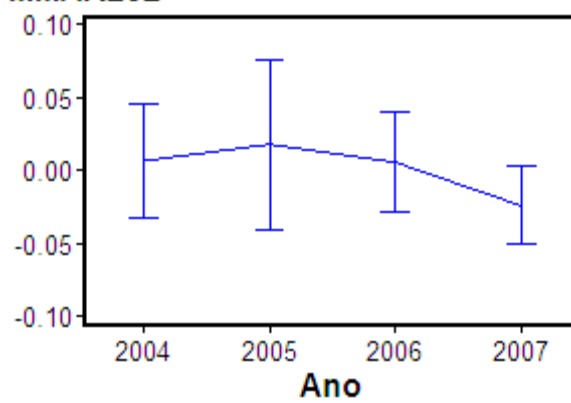
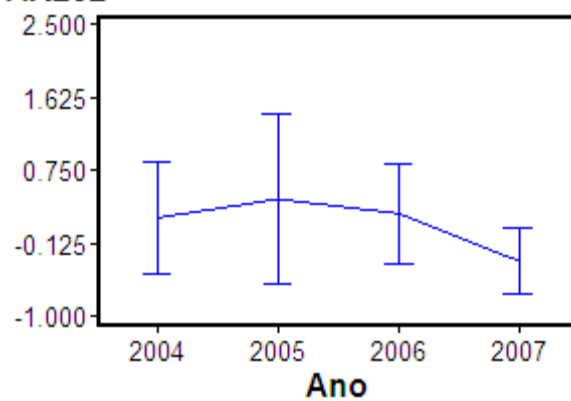
APÊNDICE K – Resumo estatístico com testes significativos para a média de todas as variáveis estudadas, separadas por segmento

Variáveis	Estatísticas												
	Casos	Mínimo	Média	Máximo	Variância	Desvio Padrão	Erro Padrão	Percentis		Intervalo de 95% de Confiança		Hipótese: Média = 0	
								5%	95%	LI	LS	Estat. t	Signif.
Novo Mercado													
Beta	70	-0.0512	0.5607	1.2134	0.0557	0.2359	0.0282	0.2101	0.9292	0.5044	0.6169	19.8800	<.0001
IR	70	-0.1250	0.0556	0.2946	0.0072	0.0851	0.0102	-0.0455	0.2000	0.0353	0.0758	5.4600	<.0001
BHAR21	70	-0.2337	0.0088	0.2941	0.0110	0.1047	0.0125	-0.1412	0.2014	-0.0162	0.0337	0.7000	0.4857
BHAR63	70	-0.3884	0.0001	0.6659	0.0446	0.2111	0.0252	-0.2649	0.3811	-0.0502	0.0505	0.0100	0.9957
BHAR126	70	-0.5764	-0.0582	0.9674	0.1031	0.3210	0.0384	-0.5470	0.6839	-0.1347	0.0184	-1.5200	0.1340
BHAR252	70	-0.7294	-0.1680	1.1802	0.1798	0.4241	0.0507	-0.6848	0.7055	-0.2692	-0.0669	-3.3200	0.0015
MMAR21	70	-0.2504	0.0654	0.4063	0.0204	0.1429	0.0171	-0.1469	0.3040	0.0313	0.0994	3.8300	0.0003
MMAR63	70	-0.1244	0.0180	0.2877	0.0067	0.0816	0.0098	-0.0889	0.1835	-0.0015	0.0375	1.8500	0.0693
MMAR126	70	-0.0943	-0.0010	0.2131	0.0035	0.0593	0.0071	-0.0896	0.1146	-0.0151	0.0132	-0.1400	0.8911
MMAR252	70	-0.0608	-0.0097	0.0984	0.0015	0.0382	0.0046	-0.0567	0.0641	-0.0188	-0.0006	-2.1200	0.0373
AR21	70	-0.2517	0.0574	0.3487	0.0203	0.1426	0.0170	-0.1640	0.3163	0.0234	0.0913	3.3700	0.0013
AR63	70	-0.3919	0.0692	1.0210	0.0720	0.2683	0.0321	-0.2997	0.5106	0.0053	0.1332	2.1600	0.0343
AR126	70	-0.7087	0.0264	1.4670	0.1707	0.4132	0.0494	-0.5668	0.7436	-0.0721	0.1249	0.5300	0.5947
AR252	70	-0.9525	-0.0618	2.0052	0.4142	0.6436	0.0769	-0.7873	1.1418	-0.2152	0.0917	-0.8000	0.4246
VMVP1T	70	0.9100	5.8893	133.650	273.972	16.552	1.9784	1.0500	10.780	1.9426	9.8360	2.9800	0.0040
VMVP2T	70	0.6600	4.7497	72.1400	88.9526	9.4315	1.1273	1.0800	10.600	2.5009	6.9986	4.2100	<.0001
VMVP3T	70	0.7200	3.9723	42.8000	33.8055	5.8142	0.6949	0.8400	8.1500	2.5859	5.3586	5.7200	<.0001
VMVP4T	70	0.3200	3.8343	38.1900	34.1560	5.8443	0.6985	0.7200	10.120	2.4408	5.2278	5.4900	<.0001
Nível 2													
Beta	12	0.1022	0.4930	0.9841	0.0535	0.2314	0.0668	0.1022	0.9841	0.3460	0.6400	7.3800	<.0001
IR	12	-0.0864	0.0716	0.2139	0.0087	0.0934	0.0270	-0.0864	0.2139	0.0123	0.1310	2.6600	0.0223
BHAR21	12	-0.1478	-0.0402	0.0518	0.0054	0.0733	0.0212	-0.1478	0.0518	-0.0867	0.0064	-1.9000	0.0842
BHAR63	12	-0.3630	-0.0917	0.1053	0.0213	0.1459	0.0421	-0.3630	0.1053	-0.1844	0.0010	-2.1800	0.0520
BHAR126	12	-0.5028	-0.1588	0.2663	0.0717	0.2679	0.0773	-0.5028	0.2663	-0.3290	0.0113	-2.0500	0.0645
BHAR252	12	-0.5761	-0.1768	0.3423	0.0704	0.2653	0.0766	-0.5761	0.3423	-0.3454	-0.0083	-2.3100	0.0414
MMAR21	12	-0.1851	0.0280	0.2767	0.0132	0.1149	0.0332	-0.1851	0.2767	-0.0450	0.1010	0.8400	0.4171
MMAR63	12	-0.1233	-0.0086	0.0936	0.0039	0.0621	0.0179	-0.1233	0.0936	-0.0480	0.0309	-0.4800	0.6422
MMAR126	12	-0.0847	-0.0153	0.0660	0.0029	0.0540	0.0156	-0.0847	0.0660	-0.0497	0.0190	-0.9800	0.3471
MMAR252	12	-0.0472	-0.0096	0.0404	0.0006	0.0253	0.0073	-0.0472	0.0404	-0.0257	0.0065	-1.3100	0.2176
AR21	12	-0.2038	0.0225	0.3210	0.0151	0.1227	0.0354	-0.2038	0.3210	-0.0555	0.1005	0.6300	0.5387
AR63	12	-0.3814	-0.0156	0.4136	0.0531	0.2305	0.0665	-0.3814	0.4136	-0.1620	0.1308	-0.2300	0.8190
AR126	12	-0.5540	-0.0635	0.5535	0.1472	0.3837	0.1108	-0.5540	0.5535	-0.3073	0.1803	-0.5700	0.5782
AR252	12	-0.8151	-0.1018	0.6601	0.2039	0.4516	0.1304	-0.8151	0.6601	-0.3887	0.1851	-0.7800	0.4514
VMVP1T	12	1.3300	3.2650	5.7500	2.3052	1.5183	0.4383	1.3300	5.7500	2.3003	4.2297	7.4500	<.0001
VMVP2T	12	1.1500	3.0125	5.6800	2.5053	1.5828	0.4569	1.1500	5.6800	2.0068	4.0182	6.5900	<.0001
VMVP3T	12	1.2700	3.2075	7.8900	4.6597	2.1586	0.6231	1.2700	7.8900	1.8360	4.5790	5.1500	0.0003
VMVP4T	12	0.7800	3.2000	7.9000	4.3123	2.0766	0.5995	0.7800	7.9000	1.8806	4.5194	5.3400	0.0002

APÊNDICE L – Resumo estatístico com testes significativos para a média de todas as variáveis estudadas, para amostras com e sem *underpricing*

Variáveis	Estatísticas												
	Casos	Mínimo	Média	Máximo	Variância	Desvio Padrão	Erro Padrão	Percentis		Intervalo de 95% de Confiança		Hipótese: Média = 0	
								5%	95%	LI	LS	Estat. t	Signif.
Sem <i>underpricing</i>													
Beta	28	0.1022	0.5703	0.9292	0.0421	0.2051	0.0388	0.2101	0.9146	0.4908	0.6499	14.7100	<.0001
IR	28	-0.1250	-0.0226	0.0000	0.0009	0.0307	0.0058	-0.0864	0.0000	-0.0345	-0.0107	-3.9000	0.0006
BHAR21	28	-0.2217	-0.0111	0.2941	0.0126	0.1123	0.0212	-0.2110	0.2191	-0.0547	0.0324	-0.5300	0.6039
BHAR63	28	-0.3630	-0.0296	0.6659	0.0473	0.2176	0.0411	-0.2595	0.3811	-0.1140	0.0547	-0.7200	0.4775
BHAR126	28	-0.5481	-0.0554	0.8439	0.1389	0.3727	0.0704	-0.5385	0.7201	-0.1999	0.0891	-0.7900	0.4384
BHAR252	28	-0.7294	-0.1615	1.1802	0.2669	0.5166	0.0976	-0.6885	0.9095	-0.3619	0.0388	-1.6500	0.1096
MMAR21	28	-0.2504	-0.0341	0.2490	0.0116	0.1076	0.0203	-0.2217	0.1637	-0.0758	0.0076	-1.6800	0.1047
MMAR63	28	-0.1233	-0.0172	0.2026	0.0051	0.0716	0.0135	-0.0934	0.1270	-0.0450	0.0105	-1.2700	0.2138
MMAR126	28	-0.0923	-0.0125	0.1300	0.0039	0.0622	0.0117	-0.0897	0.1200	-0.0366	0.0116	-1.0600	0.2978
MMAR252	28	-0.0608	-0.0147	0.0984	0.0019	0.0432	0.0082	-0.0574	0.0756	-0.0315	0.0020	-1.8000	0.0823
AR21	28	-0.2401	-0.0549	0.1995	0.0093	0.0962	0.0182	-0.2299	0.0995	-0.0922	-0.0176	-3.0200	0.0054
AR63	28	-0.3814	-0.0797	0.4823	0.0394	0.1986	0.0375	-0.3192	0.2893	-0.1567	-0.0027	-2.1200	0.0430
AR126	28	-0.7087	-0.0743	1.0758	0.1860	0.4313	0.0815	-0.5668	0.9711	-0.2415	0.0930	-0.9100	0.3703
AR252	28	-0.8151	-0.1164	2.0052	0.6141	0.7837	0.1481	-0.7873	1.6170	-0.4202	0.1875	-0.7900	0.4389
VMVP1T	28	1.4500	3.7882	23.9700	17.6004	4.1953	0.7928	1.5000	7.5300	2.1615	5.4150	4.7800	<.0001
VMVP2T	28	1.1500	3.5093	17.6700	9.2980	3.0493	0.5763	1.4400	6.8900	2.3269	4.6917	6.0900	<.0001
VMVP3T	28	0.9700	3.0418	8.1500	3.8699	1.9672	0.3718	1.0000	7.3900	2.2790	3.8046	8.1800	<.0001
VMVP4T	28	0.3200	2.9939	10.1200	6.6948	2.5874	0.4890	0.4700	7.6000	1.9906	3.9972	6.1200	<.0001
Com <i>underpricing</i>													
Beta	54	-0.0512	0.5406	1.2134	0.0627	0.2504	0.0341	0.1942	1.0521	0.4723	0.6090	15.8600	<.0001
IR	54	0.0006	0.0997	0.2946	0.0056	0.0748	0.0102	0.0034	0.2407	0.0793	0.1201	9.7900	<.0001
BHAR21	54	-0.2337	0.0082	0.2247	0.0093	0.0964	0.0131	-0.1420	0.1794	-0.0181	0.0345	0.6300	0.5335
BHAR63	54	-0.3884	-0.0048	0.6084	0.0397	0.1993	0.0271	-0.2908	0.3639	-0.0593	0.0496	-0.1800	0.8588
BHAR126	54	-0.5764	-0.0820	0.9674	0.0800	0.2829	0.0385	-0.5470	0.2829	-0.1592	-0.0048	-2.1300	0.0378
BHAR252	54	-0.7164	-0.1734	0.6254	0.1127	0.3358	0.0457	-0.6574	0.5154	-0.2650	-0.0817	-3.7900	0.0004
MMAR21	54	-0.2242	0.1087	0.4063	0.0166	0.1289	0.0175	-0.0624	0.3260	0.0735	0.1438	6.2000	<.0001
MMAR63	54	-0.1244	0.0304	0.2877	0.0062	0.0788	0.0107	-0.0845	0.1835	0.0088	0.0519	2.8300	0.0066
MMAR126	54	-0.0943	0.0018	0.2131	0.0032	0.0565	0.0077	-0.0883	0.0764	-0.0136	0.0172	0.2300	0.8159
MMAR252	54	-0.0593	-0.0070	0.0641	0.0011	0.0325	0.0044	-0.0518	0.0540	-0.0159	0.0018	-1.5900	0.1176
AR21	54	-0.2517	0.1078	0.3487	0.0159	0.1261	0.0172	-0.0613	0.3212	0.0734	0.1422	6.2900	<.0001
AR63	54	-0.3919	0.1276	1.0210	0.0711	0.2666	0.0363	-0.2925	0.5684	0.0548	0.2004	3.5200	0.0009
AR126	54	-0.6064	0.0586	1.4670	0.1534	0.3917	0.0533	-0.5470	0.6948	-0.0483	0.1655	1.1000	0.2764
AR252	54	-0.9525	-0.0424	1.1418	0.2671	0.5168	0.0703	-0.7996	0.8403	-0.1834	0.0987	-0.6000	0.5494
VMVP1T	54	0.9100	6.3956	133.6500	347.1586	18.6322	2.5355	1.0200	10.7800	1.3099	11.4812	2.5200	0.0147
VMVP2T	54	0.6600	5.0069	72.1400	111.3925	10.5543	1.4363	1.0600	10.6000	2.1261	7.8876	3.4900	0.0010
VMVP3T	54	0.7200	4.2848	42.8000	42.5820	6.5255	0.8880	0.7800	15.0200	2.5037	6.0659	4.8300	<.0001
VMVP4T	54	0.4800	4.1291	38.1900	41.5812	6.4483	0.8775	0.8800	12.1300	2.3690	5.8891	4.7100	<.0001

APÊNDICE M – Comparação das médias das variáveis por ano (ANOVA)**BHAR126****MMAR126****AR126**

APÊNDICE N – Comparação das médias das variáveis por ano (ANOVA)**BHAR252****MMAR252****AR252**

ANEXOS

ANEXO A – <i>Average initial returns for 39 countries</i>	124
ANEXO B – Evidência internacional de desempenhos de <i>IPOs</i> em longo prazo	126

ANEXO A – Average initial returns for 39 countries (continua)

Country	Source	Sample Size	Time Period	Avg. Initial Return
Australia	Lee, Taylor & Walter; woo	381	1976-1995	12.1
Austria	Aussenegg	83	1984-2002	6.30%
Belgium	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart DuMortier	28	1984-1990	10.1
Brazil	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1978-1990	78.5
Canada	Jog & Riding; Jog & Srivastava	500	1971-1999	6.3
Chile	Aggarwal, Leal & Hernandez	55	1982-1997	8.8
China	Datar & Mao/ Gu and Qin (A shares)	432	1990-2000	388
Denmark	Jacobsen & Sorensen	117	1984-1998	5.4
Finland	Keloharju; Westerholm	99	1984-1997	10.1
France	Husson & Jacquillat; Leleux 7 Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien 7 Womack; Chahine	187	1983-92	4.2
Germany	Ljungqvist/ Rocholl	545	1978-2001	31.1
Greece	Nounis, Kazantzis & Thomas	363	1976-2005	25.1
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu	857	1980-2001	17.3
India	Krishnamurti & Kumar	98	1992-93	35.3
Indonesia	Hanafi; Ljungqvist & Yu; Danny	265	1989-2003	20.2
Iran	Bagherzadeh	279	1991-2004	22.4
Israel	Kandel, Sarig & Wohl/ Amihud & Hauser	285	1990-1994	12.1
Italy	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi	181	1985-2001	21.7
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao.	1689	1970-2001	28.4
Korea	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo	477	1980-1996	74.3
Malaysia	Isa; Isa & Yong	401	1980-1998	104.1
Mexico	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-90	33
Netherlands	Wessels; Eijgenhijnsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist & Wilhelm	143	1982-1999	10.2
New Zealand	Vos & Cheung; Camp & Munro	201	1979-1999	23
Nigeria	Ikoku	63	1989-1993	19.1
Norway	Emilsen, Pedersen & Saettem	68	1984-1996	12.5
Philippines	Sullivan & Unite	104	1987-1997	22.7
Poland	Jelic & Briston	140	1991-1998	27.4
Portugal	Almeida & Duque	21	1992-1998	10.6
Singapore	Lee, Taylor & Walter; Dawson	441	1973-2001	29.6
South Africa	Page & Reyneke	118	1980-1991	32.7
Spain	Ansotegui & Fabregat	99	1986-1998	10.7
Sweden	Rydqvist/ Schuster	332	1980-1998	30.5
Switzerland	Drobetz, Kammermann & Walchli	120	1983-2000	34.9

ANEXO B – Average initial returns for 39 countries (conclusão)

Country	Source	Sample Size	Time Period	Avg. Intial Return
Taiwan	Lin & Sheu; Liaw, Liu & Wei	293	1986-1998	31.1
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat	292	1987-1997	46.7
Turkey	Kiyamaz	163	1990-1996	13.1
United Kingdom	Dirnson; Leves; Ljungqvist	3.122	1959-2001	17.4
United States	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	15.333	1960-2005	18.1

Fonte: Atualização de dados para o artigo *Initial public offerings: international insights* de LOUGHRAN, RITTER e RYDQVIST (1994)

Disponível em [http://bear.cba.ufl.edu/ritter/InternationalTable2006%20\(2\).pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/InternationalTable2006%20(2).pdf) Acesso em 28 de julho de 2008.

ANEXO C – Evidência internacional de desempenhos de *IPOs* em longo prazo

País	Referência	Tamanho da amostra	Período	Retorno Médio em %
Austrália	Lee, Taylor e Walter (1996)	266	1976-89	-46,50
Áustria	Aussenegg (1997)	67	1964-96	-27,30
Brasil	Aggarwal, Leal e Hernandez (1993)	62	1980-90	-47,00
Canadá	Kooli e Suret (2004)	445	1991-98	-16,86
Chile	Aggarwal, Leal e Hernandez (1993)	19	1982-90	-23,70
Finlândia	Keloharju (1993)	85	1984-92	-21,10
Alemanha	Ljungqvist (1997)	170	1978-92	-12,10
Japão	Cai e Wei (1997)	975	1970-96	-27,00
Coréia	Dhatt, Kim e LIm (1993)	347	1980-90	2,00
Nova Zelândia	Firth (1997)	143	1979-87	-10,00
Suécia	Loughran, Ritter e Rydqvist (1994)	162	1980-90	1,20
Reino Unido	Levis (1993)	712	1980-88	-8,10
Estados Unidos	Loughran e Ritter (1995)	4753	1970-90	-20,00

Fonte: Toniato (2007)