DOI: http://dx.doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v14n41p74-89

PANORAMA DOS RETORNOS DOS IPO's SOB O PONTO DE VISTA DO INVESTIDOR

AN OVERVIEW OF THE RETURNS OF IPO's UNDER THE INVESTOR'S SIGHT

JAILSON DA CONCEIÇÃO TEIXEIRA DE OLIVEIRA
Doutorando no Programa de Pós Graduação em Economia da Universidade Federal da Paraíba e Professor na Faculdade Mauricio de Nassau/João Pessoa. ***Endereço:*** *Cidade Universitária – Bloco CCSA | 58.059-900 | João Pessoa/PB | Brasil.*
E-mail*: jailson.consultor@gmail.com*

DANIEL CARVALHO CUNHA
Graduado em Economia pela UnB e Analista de Finanças e Controle na Secretaria do Tesouro Nacional. ***Endereço:*** *Edifício do Ministério da Fazenda, Esplanada dos Ministérios, Bloco P | 70.048-900 | Brasília/DF | Brasil.*
E-mail: *dcarvalhocunha@gmail.com*

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar os processos de abertura de capital de empresas que ocorreram no Brasil no período de 2004 a 2010 e avaliar se eles têm trazido benefícios para os investidores individualmente. Para analisar o desempenho do IPO no mercado acionário brasileiro serão empregados os métodos *Market Adjusted Abnormal Returns* (MAARSS) e *Buy-and-Hold Adjusted Returns* (BHARS), os mesmos utilizados por Toniato (2007) que comparam o retorno de uma ação qualquer com o seu respectivo *benchmarks*. As rentabilidades calculadas a partir da data dos IPO`s foram extraídas da plataforma Bloomberg. e mensuradas para as seguintes janelas: 1 dia, 1 ano e 3 anos, períodos semelhantes aos escolhidos por Ritter e Welch (2002). Os resultados obtidos nesse trabalho confirmam o fenômeno do *underpricing* na amostra e apontam ainda que os retornos de longo prazo são afetados pelo aquecimento do mercado no lançamento dos IPO`s. Fica como sugestão para trabalhos futuros isolar o efeito provocado pelos coordenadores na precificação da oferta e, por conseguinte, no desempenho das ações, em função do aquecimento de mercado.

Palavras-chave: IPO. Retorno. MAARS. BHARS.

Submissão em 07/07/2014. **Revisão em** 27/10/2014. **Aceito em** 10/11/2014.

(cc) BY-NC

ABSTRACT

The aim of this work is to analyze the processes of IPO companies that occurred in Brazil in the period of 2004-2010 and assess whether they have brought benefits to individual investors. To analyze the performance of the Brazilian stock market IPO methods Market Adjusted Abnormal Returns (MAARSS) and Buy-and-Hold Adjusted Returns (BHARs) are employed, the same used by Toniato (2007) that compare the return of any share with their respective benchmarks. The returns calculated from the date of IPO's were extracted from the Bloomberg platform and measured for the following windows: 1 day, 1 year and 3 years, being similar to those chosen by Ritter and Welch (2002) periods. The results of this work confirm the phenomenon of underpricing in the sample and also show that the long-term returns are affected by the of the market in the IPO's launch. For future studies, it is suggested to isolate the effect caused by the coordinators in the pricing of the offer and therefore, in the performance of shares caused by the market heating. To do so, the returns of IPO's with respect to the benchmark were calculated through of the MAARS and BHARs methods. The phenomenon of underpricing in the sample was observed and the long-term returns are really affected by the market heating in the launch of IPO's.

Keywords: *IPO. Return. MAARS. BHARs.*

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar os processos de abertura de capital de empresas que ocorreram no Brasil no período de 2004 a 2010 e avaliar se eles trouxeram benefícios para os investidores individualmente, por meio do cálculo dos retornos das ações estudadas desde suas respectivas aberturas de capital. Assim, os investidores se beneficiariam em caso de uma apreciação em relação ao preço de compra e se prejudicariam em um cenário de desvalorização da ação também em face do preço de compra.

Em linha com Procianoy e Cigerza (2007), a despeito da crescente dinamização financeira dos agentes brasileiros, o Brasil continua com um incipiente mercado de renda variável, quando comparado aos países desenvolvidos ou a seus pares emergentes. Em função de tal fato, os investidores institucionais, gestores de recursos, bancos de investimento e fundos de pensão, possuem poucas alocações que não sejam as de renda fixa, além de que as alocações em renda variável tendem a se concentrar em poucas ações.

O trabalho de Oliveira e Frascaroli (2014) traz uma análise do mercado acionário brasileiro com foco na Oferta Pública Inicial (*IPO – Initial Public Offer*) que, segundo os autores, é entendido como o primeiro lançamento de ações no mercado. Entre os períodos que cobrem o presente estudo o ano de 2007 ficou marcado como aquele que tem o maior número de IPO. Com a crise financeira de 2007, o ano de 2008 foi marcado por uma redução 93,75% na emissão de *IPO* e o volume captado sofreu uma variação negativa de 51,07%.

Segundo Aldrighi (2010), a retomada do lançamento de *IPO* no mercado brasileiro de ações a partir de 2004 culminou em 2007 com a abertura de capital de 64 empresas, que captaram cerca de R$ 55 bilhões, montante excepcional tanto se comparado ao dos anos anteriores ou ao valor total de desembolsos do BNDES (R$ 64,9 bilhões), esse último a principal fonte de financiamento de longo prazo das grandes empresas no Brasil. O autor destaca as reformas microeconômicas e a conjuntura econômica como os principais fatores dessa dinâmica dos IPO durante aquele período.

No transcorrer deste estudo, a fim de avaliar os benefícios para os investidores, serão analisados os fatores que influenciam o desempenho de curto e longo prazo das ações das empresas que abriram capital na janela de estudo.

Rossi e Marotta (2010) apontam que as empresas tendem a emitir ações durante janelas de oportunidades, *equity market timing*, quando há a percepção de que o custo de capital próprio é inferior a outras fontes de capital, o que denotaria, em última instância, uma maior apreciação do valor das empresas pelo mercado. Com especial ênfase nos conflitos de interesses entre empresários, bancos e investidores, Xie (2007) observa que se os bancos são capazes de abrir capital de empresas das quais são emprestadores há incentivos para se esconder ou distorcer pontos de risco da empresa para os potenciais investidores.

Para analisar o desempenho do IPO no mercado acionário brasileiro serão empregados os métodos *Market Adjusted Abnormal Returns* (MAARSS) e *Buy-and-Hold Adjusted Returns* (BHARS), os mesmos utilizados por Toniato (2007), que comparam o retorno de uma ação qualquer com o seu respectivo *benchmarks*[1].

Para atingir o objetivo proposto, este trabalho está dividido em quatros seções para além desta introdução. Na segunda seção encontra-se o referencial

[1] Termo utilizado no mercado financeiro para apontar indicadores de referência para um determinado ativo.

teórico alusivo a esse tema. Já na terceira seção está apresentada a metodologia empírica empregada neste estudo. Após, segue-se a apresentação dos resultados na quarta seção. E por fim na última seção estão as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Pode-se dividir a literatura sobre IPO´s em quatro grupos: as motivações da abertura de capital; a natureza do retorno das ações; os conflitos de interesse e os impactos no desempenho operacional das empresas. Em consonância com a temática escolhida neste trabalho, a última categoria não será avaliada aqui.

2.1 Motivações da abertura de capital

Zingales (1995) argumenta que os condicionantes do processo de IPO estão vinculados aos objetivos dos donos iniciais, que podem escolher entre pulverizar as ações no mercado de ações ou negociar diretamente com algum grupo, de forma a manter o *status* de capital fechado da empresa.

Ao avaliar 16.598 IPO`s em 38 países durante o período de 1990 e 2003, Kim e Weisbach (2005) argumentam que as razões que levam uma empresa a fazer uma oferta de ações primárias são explicadas majoritariamente pela necessidade de capital para investimento, com destaque para investimentos em pesquisa e desenvolvimento, despesas de capital e estoque. Ademais, os autores apontam que, em um ano após o IPO, há uma redução de endividamento bancário, de modo que uma parte dos recursos captados via mercado acionário é utilizada para liquidação de dívidas junto a credores, diminuindo a alavancagem financeira das empresas.

Para Pagano, Panetta e Zingales (1998), as empresas que fazem abertura de capital possuem algumas características em comum. Normalmente, elas são empresas grandes, quando comparadas com as outras empresas de capital fechado do mesmo setor, e possuem uma elevada relação do valor de mercado sobre valor patrimonial, além de possuírem a meta de se reequilibrarem financeiramente depois de um período de altos investimentos. Descrevem que existe seleção adversa na abertura de capital, uma vez que, em razão de investidores e emissores possuírem diferentes níveis de informação acerca da firma, algumas empresas de pior qualidade são estimuladas a abrir capital, afetando de forma negativa o preço das empresas de boa qualidade. Outro fator relevante são os elevados custos administrativos e as taxas inerentes ao processo de abertura. Há também o receio em relação à perda de confidencialidade dos dados da empresa, já que, por se tornarem públicas, suas informações passam a ser acessadas pelos órgãos reguladores e investidores.

De acordo com Oliveira e Frascaroli (2014), a abertura de capital viabiliza a tomada de recursos na bolsa por parte das empresas, pagando dividendos aos seus acionistas e compartilhando as decisões da sua gestão com os portadores das ações ordinárias. Como fator motivador da abertura, o acesso a novas fontes de créditos é um dos efeitos mais procurados pelas empresas, além de aumentar o poder de barganha com os bancos, na medida em que diversificam suas fontes de financiamento.

Pástor, Taylor e Veronesi (2008) desenvolveram um modelo sem presença de informação assimétrica para o *timing* do IPO, em que a decisão consiste no *trade off* entre manter a empresa com capital fechado ou abri-lo, com base no comportamento de dois agentes, com objetivos diferentes, o investidor e o empresário. O IPO ocorre caso o lucro esperado da empresa seja suficientemente alto, uma vez que pode antecipar sua riqueza por meio do IPO, resultando em um incremento de sua utilidade pela suavização do consumo, o que pode explicar a queda de desempenho operacional pós-IPO.

Por meio da análise de IPO`s e ofertas secundárias entre 1973 e 1997, Schultz (2003) testa a teoria do *Pseudo Market Timing*, em que as empresas optam por realizar IPO nos momentos em que o mercado está mais aquecido. O aquecimento acontece em períodos que o *benchmark*, como o Ibovespa, por exemplo, encontra-se em patamares próximos de um pico de mercado. É um reflexo da elevada precificação das ações que compõem o índice.

Assumindo uma distribuição normal para os retornos, Schultz (2003) realiza 5000 simulações e encontra uma relação positiva entre o número de IPO`s e o aquecimento do índice de referência do mercado. Além disso, o autor argumenta que tal relação possui um poder explicativo relevante no baixo desempenho de longo prazo dos IPO`s.

Em relação ao *equity market timing*, Baker e Wurgler (2002) encontraram evidências de que empresas norte-americanas tendem a emitir ações ao invés de dívida, quando o valor de mercado de suas ações é elevado em relação ao valor patrimonial. Abordando o mesmo campo de estudo, Alti (2006) não aponta perpetuação do efeito do *market timing* no nível de alavancagem das empresas e indica que a procura de uma janela de oportunidade é bastante evidente num processo de IPO.

No Brasil, Rossi e Marotta (2010) estudam a existência de *market timing* e seu efeito na estrutura de capital das empresas brasileiras. Os autores concluem

que as empresas brasileiras se aproveitam de momentos oportunos para emitir ações e que não há uma mudança estrutural no nível de alavancagem no longo prazo depois da emissão.

Nessa mesma linha o trabalho de Aldrighi (2010) destaca os sólidos fundamentos macroeconômicos, avanços nas reformas microeconômicas e a farta liquidez internacional como fatores determinantes para o boom de emissão de IPO no Brasil entre 2004 e 2007. Aponta ainda que as empresas maiores, com maiores lucratividades, gastos de investimento mais elevados e que mais crescem possuem uma maior probabilidade de lançar uma IPO. E que por fim a reestruturação financeira e a diversificação da riqueza dos empresários não constituem como motivações para as IPO.

Por meio do enfoque multivariado, Oliveira e Frascaroli (2014) analisam quais relações as emissões de IPO no mercado brasileiro guardam com as variáveis macroeconômicas, partindo do pressuposto de que aspectos conjunturais podem impactar na captação de recursos externos durante o período de janeiro 1998 a janeiro de 2012. Os resultados apontam que existe uma relação inversa entre taxa básica de juros, inflação com a emissão das ofertas públicas, sinalizando que quando ocorrem aumentos nessas variáveis os investimentos de longo prazo se tornam menos atrativos.

2.2 Natureza do retorno das ações

As métricas de comparação do desempenho dos IPO`s com o auferido pelo *benchmark,* utilizadas neste trabalho, foram balizadas pelos estudos de Ritter e Welch (2002), Aggarwal, Leal e Hernadez (1993) e Loughran e Ritter (1995). Contudo, vale salientar que Stoll e Curley (1970) iniciaram a literatura sobre os retornos sistematicamente anormais do primeiro-dia de IPOs. Em geral os estudos comparam o retorno da ação em determinado período com o retorno do *benchmark* . Para mensurar as rentabilidades ajustadas ao índice de referência do mercado, as abordagens encontradas na literatura são o *Market Ajusted Anormal Return* (MAARS) e *Buy and Hold Ajusted Return* (BHARS). O MAARS visa a mensurar, em termos percentuais, o quanto o retorno da ação foi maior ou menor do que a rentabilidade auferida pelo *benchmark* para um dado período. Já o BHARS busca medir, em termos percentuais, o descolamento do retorno da ação em relação ao *benchmark* para um dado período, expurgando a rentabilidade do primeiro dia de negociação.

As evidências empíricas internacionais, como os trabalhos de Lee, Taylor e Walter (1996) para a Austrália, Ljungqvist (1997) para a Alemanha, Aussenegg (1997) para Áustria, Firth (1997) para Nova Zelândia, Kooli e Suret (2004) para o Canada, Ritter e Welch (2002) para os Estados Unidos, Toniato (2007) para o Reino Unido, mostram que os retornos de curto prazo são positivos enquanto que os retornos de longo prazo são negativos.

Ritter e Welch (2002), a partir de dados coletados entre 1980 e 2001 nos EUA, registraram em sua pesquisa que o retorno médio em relação ao *benchmark* para o primeiro dia de negociação das empresas selecionadas foi de 18,8% com aproximadamente 70% das empresas apresentando uma variação positiva. Tal fenômeno é classificado na literatura como *underprincing*[2] que é oriundo da diferença positiva entre o preço de lançamento da ação no IPO e o preço de fechamento da ação no dia do IPO.

Tal processo é fruto da articulação dos *underwriters,* também intitulados neste trabalho como bancos coordenadores, e dos investidores interessados em participar da abertura de capital. Já o desempenho de longo prazo, nesse caso o de 3 anos, foi de -23,4% e o BHARS foi de -5,1%. Os autores constataram a existência de diferenças nos retornos por parte das empresas operacionais e não operacionais, sendo que o primeiro apresentava retornos positivos, e que uma possível explicação advém do problema de assimetria de informação e custo de agência justificando dessa forma a existência de um prêmio de risco maior que o valor de mercado.

Chamam atenção para o possível conflito gerado pelos bancos coordenadores. Os bancos coordenadores atuam simultaneamente como estruturadores e vendedores do IPO. Como estruturadores, eles ajudam a organizar as pendências com os órgãos reguladores do mercado e podem realizar intervenções para estabilizar de preço da ação, a fim de impedir uma queda abrupta no início da sua negociação. Como vendedores, eles sugerem preços indicativos para o lançamento das ações e realizam o esforço de venda, por meio de um *road show*[3], para convencer os investidores que o preço indicado da ação se encontra em patamar atrativo, aumentando o *bookbuilding*[4] da oferta. Por serem remunerados pelas duas atividades, os bancos coordenadores possuem

[2]Stoll e Culey (1970), Reilly (1973), Logue (1973), Ibbotson (1975) e Ibbotson e Jaffe (1975) apresentaram os primeiros estudos sobre *underpricing* em IPO, concluindo que os retornos médios do primeiro dia de negociação das ações eram superiores aos auferidos pelo *benchmark.*

[3]Período em que tanto a diretoria da empresa como os *underwriters* realizam reuniões com investidores para explicar o IPO.

[4]O *bookbuilding* é processo pelo qual se apura a procura de ações em uma oferta acionária. O *underwriter* atua como figura organizadora em tal processo.

incentivos a ocultar ou a omitir informações contábeis e estratégicas da empresa para os investidores.

Pinheiro e Carvalho (2009) alertam para o fato dos *underwriter* interferirem no processo de estabilização de preço evitando principalmente quedas, preservando então sua reputação. Nessa mesma linha, Carvalho e Tolentino (2009) identificaram que essas práticas do *underwriter* influenciam de forma positiva o desempenho das emissões.

Toniato (2007), ao realizar uma investigação no mercado de IPO no Reino Unido, observa *underpricing* inicial e desempenho inferior de longo prazo das emissões novas. Em seus resultados foram encontrados retornos médios de primeiro dia que variaram de 63% a, impressionantes, 2877%, utilizando a técnica MAARS. Os BHARS foram em geral negativos, ou seja, retornos de longo prazo foram abaixo dos *benchmarks.*

No Brasil, Procianoy e Cigerza (2007) verificaram que a média dos retornos do primeiro dia para uma amostra composta de empresas que realizaram IPO entre 2004 e 2006 foi de 7,10%. Aggarwal, Leal e Hernandez (1993), ao analisarem as emissões de 62 empresas brasileiras entre 1980 e 1990, encontraram retornos médios de 78,50% (MAARS). Contudo, os autores identificam também a alta taxa de inflação do período como possível causa das elevadas rentabilidades. Já quanto aos retornos de longo prazo esse valor foi de -47.00%.

2.3 Conflitos de interesse

Segundo Frascaroli e Oliveira (2013, p. 1), "nos mercados financeiros tem-se a inexorável presença de assimetrias de informação" que afetam os prêmios pelos riscos. Para Ritter (1998), os mercados financeiros estão sujeitos a oscilações bruscas e mesmo em mercados estáveis a precificação dos papéis é uma tarefa difícil porque os *insiders* presumivelmente têm mais informações do que os potenciais investidores externos. Sendo assim o papel da regulação nesse mercado é de reduzir tal assimetria. Eis então a necessidade da adoção de medidas de governança corporativa, com o objetivo de destacar as empresas comprometidas com maior transparência (BACHMANN, AZEVEDO e CLEMENTE, 2012). Para Nascimento *et al.* (2013) tais medidas projetam os interesses de todos os acionistas e não apenas dos controladores das empresas.

O problema de assimetria de informação foi formalizado por Akerlof (1970) e foi amplamente difundido na literatura econômica, como o caso de Spence (1973), Jensen e Meckling (1976), Stiglitz e Weiss (1981), de Meza e Webb (1987), Gibbons (1997), Boadway e Keen (2006), entre outros. Jensen e Meckling (1976) destacam o problema do conflito de agência, em que os objetivos dos proprietários (principal) muitas vezes divergem daqueles dos administradores (agente), contratados para gerirem os recursos investidos pelos proprietários, gerando custos de agência que os autores denominaram da perda residual.

No que tange ao IPO esse problema também é observado. Xie (2007) argumenta que se os bancos são capazes de coordenar o IPO de empresas das quais são emprestadores há incentivos para esconder ou distorcer pontos de risco da empresa para os potenciais investidores. Por meio da análise de dados de 40 países desenvolvidos e em desenvolvimento, o autor encontrou uma relação negativa entre a participação de bancos múltiplos[5] em processos de IPO e o crescimento de vendas das empresas. Tal procedimento pode induzir os investidores a pagarem um preço pela ação da empresa que não reflita a sua realidade. Além disso, parte dos recursos captados no IPO pode ser destinada ao pagamento de empréstimos concedidos pelo banco coordenador.

Purnanandam e Swaminathan (2004) utilizam uma amostra de mais de 2000 IPO`s ocorridos entre 1980 e 1997 e encontram que a maioria dessas ações estavam sobrevalorizadas na emissão, numa avaliação por múltiplos, comparando-se a empresas do mesmo setor, descrevendo que muitas vezes em um IPO ocorre um apreçamento maior devido à leitura incorreta sobre o potencial de crescimento das empresas nos *road shows* em que os *underwriters* adequam o preço da oferta às expectativas do mercado. Além disso, há uma valorização adicional logo após a emissão, ocorrida pelo possível excesso de demanda, explicado por uma provável assimetria de informações e por efeito de bolhas. A consequência disso é que os investidores de longo prazo são prejudicados, pois o preço da ação tende a convergir (normalmente para baixo) para o preço justo de mercado.

No Brasil, Saito e Pereira (2005) discutem o papel do *underwriter*, ao analisar os detalhes da construção do *bookbuilding*[6] de quatro empresas brasileiras entre 2003 e 2004. O processo de *bookbuilding*, em que o banco de investimento possui amplo poder discricionário na fixação do preço de oferta e na alocação das ações aos investidores, tem se

[5]Bancos com atuação comercial, emprestadores de recursos, e Banco de investimentos, que estruturam e gerenciam ativos financeiros.
[6] O *bookbuilding* é o processo pelo qual se apura a procura de ações em uma oferta acionária. O *underwriter* atua como figura organizadora em tal processo.

tornado comum nas ofertas brasileiras. O estudo identifica que os seguintes fatores são importantes na determinação da forma de distribuição das ações: tamanho da ordem de compra, frequência da participação do investidor em outras ofertas e tipo de investidor (se de curto ou de longo prazo). Os autores analisaram os determinantes da alocação das ações para tais investidores e encontraram indícios de mecanismos para induzir os investidores a revelarem informações superiores no processo de formação de preços. A principal preocupação dos *underwriters* é com o controle, a liquidez do mercado secundário e com a participação de investidores de curto prazo.

No que diz respeito às funções dos *underwriters* na emissão, Santos, Silveira, e Barros (2009) estudaram os efeitos dos *equity kickers*[7]. Essa situação resulta em um possível conflito de interesse, uma vez que o *underwriter* acaba ficando com uma parcela significativa do capital levantado no IPO. Os resultados indicam uma relação inversamente proporcional entre a tomada de empréstimos dos *underwriters* e o retorno de longo prazo das ações, o que corrobora a hipótese de que há conflito de interesse, pois o *underwriter* leva a empresa ao mercado a um preço mais alto ou a um *underpricing* menor do que se não tivesse qualquer recurso investido.

3 METODOLOGIA

No presente estudo, pretende-se analisar a rentabilidade no curto prazo e no longo prazo dos IPO´s. O método teve como objeto de análise os fenômenos do *equity market timing* e do conflito de interesses provocado pelos coordenadores da abertura de capital, uma vez que esses temas são de grande valia para o entendimento da dinâmica dos IPO`s.

Para analisar as questões do *equity market timing*, em linha com Alti (2006) e Rossi e Marotta (2010), os IPO`s são avaliados por períodos classificados como "quentes", quando há um elevado número de IPO`s, e "frios", quando poucas empresas se tornam públicas, a fim de avaliar os retornos dos investidores individuais e as precificações das ofertas em cada período.

Para analisar a questão do possível conflito de interesses entre os bancos coordenadores e investidores, em consonância com Saito e Pereira (2005), as ações são segmentadas por coordenadores líderes, com o intuito de avaliar em quais coordenadores se obteve os melhores retornos.

3.1 Amostra

Inicialmente, o universo de pesquisa incorporou 114 empresas que realizaram oferta pública inicial de ações no Brasil entre 26/05/2004 e 22/04/2010. Em razão da realização de ofertas secundárias e eventos societários, como fusões, fechamento de capital e mudanças no nível de governança, foram excluídas 17 empresas da amostra, de modo que o montante reduziu-se para 97[8].

A avaliação de IPO`s realizados nesse período visa a estudar três momentos distintos da história recente da abertura de capital de empresas no Brasil. O primeiro período, 2004 a 2006, é o mesmo estudado por Procianoy e Cigerza (2007). O segundo momento engloba o ano janeiro a dezembro de 2007, quando ocorreu uma onda de IPO`s no Brasil, de modo que das 97 empresas avaliadas, 52 delas abriram o capital naquele período. O último período de 2008 a 2010 abrange os anos subsequente à crise do *sub-prime*[9].

As informações referentes aos nomes das empresas, aos valores arrecadados, às datas das emissões e aos bancos coordenadores foram extraídas da plataforma Bloomberg, cuja fonte primária é o Ibovespa.

3.2 Rentabilidades

Tendo em vista que a cotação de fechamento um dia antes do início das negociações indica a cotação precificada para a oferta inicial da ação avaliada, as rentabilidades i foram mensuradas por meio da seguinte equação:

$$R_{i,t} = \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,oferta}} \right) - 1 \qquad (1)$$

em que, $R_{i,t}$ é o retorno da ação i no período t, $P_{i,t}$ é o preço de fechamento da ação i no período t, $P_{i,oferta}$ é o preço de fechamento da ação i um dia antes da oferta.

Para o cálculo do retorno do *benchmark*, o índice Ibovespa foi utilizado como referência de mercado, por ser o principal índice de mercado de ações no Brasil. As rentabilidades do mercado para os mesmos períodos de análise foram calculadas por meio da equação exposta abaixo:

[7] Empréstimo efetuado pelos bancos de investimento que conduzem o processo de emissão de ações para as empresas antes da abertura de capital, de forma a ampliar o capital disponível para investimentos.
[8] As empresas que compõem a amostra deste estudo estão listadas na Tabela 1A do Anexo com suas respectivas classificações setoriais de acordo com a BM&FBOVESPA.
[9] Crise deflagrada em outubro de 2008 oriunda da disseminação de derivativos vinculados a hipotecas americanas.

$$R_{m,t} = \left(\frac{P_{m,t}}{P_{m,oferta}} \right) - 1 \qquad (2)$$

em que, $R_{m,t}$ é o retorno do mercado no período t, $P_{m,t}$ cotação de fechamento do mercado no período t, $P_{m,oferta}$ é cotação de fechamento do mercado um dia antes da oferta.

Para mensurar as rentabilidades ajustadas ao índice de referência do mercado, foram usadas duas abordagens diferentes encontradas na literatura: *Market Ajusted Anormal Return* (MAARS) e *Buy and Hold Ajusted Return* (BHARS). O MAARS visa a mensurar, em termos percentuais, o quanto o retorno da ação foi maior ou menor do que a rentabilidade auferida pelo *benchmark* para um dado período. O método é utilizado tanto para o cálculo do retorno de curto prazo como para o de longo prazo. De acordo com A sua fórmula é dada por:

$$MAAR_{i,t} = \left(\frac{1+R_{i,t}}{1+R_{m,t}} - 1 \right) x\ 100 \qquad (3)$$

em que, $R_{i,t}$ é o retorno da ação i até o período t, $R_{m,t}$ é o retorno do índice de mercado até o período t.

Em seguida, será verificada a significância estatística da média do MAARS, determinada com o teste t da diferença entre as médias do estoque dos retornos dos IPO's e do índice de retorno do *benchmark*, no mesmo período.

Já o BHARS busca medir, em termos percentuais, o descolamento do retorno da ação em relação ao benchmark para um dado período, expurgando a rentabilidade do primeiro dia de negociação. Em virtude da magnitude da rentabilidade de curto prazo muitas vezes poluir o retorno da ação para um horizonte de tempo mais dilatado, o método exclui o retorno do primeiro dia de negociação. A sua fórmula é:

$$BHAR_{i,t} = \left(\frac{P_{i,t}/P_{i,1}}{P_{m,t}/P_{i,oferta}} \right) - 1 \qquad (4)$$

em que, $P_{i,t}$ é a cotação de fechamento da ação i no período t, $P_{i,1}$ é a cotação de fechamento da ação i do primeiro dia de negociação, $P_{m,t}$ é a cotação de fechamento do mercado no período t. $P_{i,oferta}$ é a cotação de fechamento do mercado do primeiro dia de negociação.

As rentabilidades calculadas a partir da data dos IPO`s foram extraídas da plataforma Bloomberg. Foram utilizadas cotações de fechamento ajustadas para proventos e dividendos. Os retornos das ações foram mensurados para as seguintes janelas: 1 dia, 1 ano, e 3 anos. Tais períodos são os mesmos escolhidos por Ritter e Welch (2002). As cotações das ações utilizadas nesse estudo vão até 31/05/2011. A amostra da janela de 3 anos foi composta de 83 empresas. Já as janelas de 1 dia e de 1 ano contemplaram a totalidade da amostra disponível, englobando as 97 empresas avaliadas.

O cálculo das rentabilidades foi realizado seguindo critérios de agrupamento dos períodos de IPO`s, utilizados por Rossi e Marotta (2010). Os autores classificaram os períodos com elevado número de abertura de capital de empresas como "quentes", enquanto os períodos em que houve o inverso são denominados "frios". No presente trabalho, a amostra incorpora dois períodos com baixo número de ofertas de ações, chamados aqui de "frio 1" e "frio 2", e um período com elevado número de ofertas, classificado como "quente". A amostra contempla todos os 97 IPO`s, que vão de 26/05/2004 a 22/04/2010. O grupo "frio 1" incorpora 28 IPO`s entre 26/05/2004 e 18/12/2006. O grupo "quente" contempla 52 IPO`s que aconteceram ao longo do ano de 2007. Por fim, o grupo "frio 2" agrupa 17 IPO`s entre 13/02/2008 e 22/04/2010.

4 ANALISE DOS RESULTADOS

Esta seção é destinada à apresentaçao e analíse dos resultados, que serão divididos em rentabilidade por grupo estudado, visando a obter as relações sobre o equity market timing e a rentabilidade por banco coordenador líder.

4.1 Rentabilidades por grupo estudado

Os resultados do MAARS da amostra completa que incorpora as 97 empresas encontram-se na Tabela 1. Pelo teste t de diferença de médias, percebe-se que apenas no primeiro dia de negociação das ações existe diferença entre as médias do estoque dos retornos dos IPO's e do índice de retorno do benchmark. O resultado do MARRS do primeiro dia mostra que ocorre um descolamento médio positivo em relação ao *benchmark* da ordem de 2,27%, confirmando a observação do *underpricing*. Devido ao alto valor do coeficiente de variação é mais apropriado o uso da mediana do que da média. Quando se usa a mediana, a magnitude do *underpricing* cai para 0,70%. Aproximadamente 58% das empresas da amostra apresentaram retornos superiores ao Ibovespa. Os

desempenhos de 1 ano e 3 anos ficaram abaixo do Ibovespa, conforme o esperado.

Tabela 1 – resumo dos resultados do MAARS da amostra completa

Período	Média	Mediana	Desvio-padrão	Retorno máximo	Retorno mínimo	Coeficiente de Variação	Teste t
1 dia	2.27%	0.70%	9.33%	27.52%	-39.73%	411.00%	-2.36696**
1 ano	-10.26%	-22.24%	46.74%	136.50%	-92.09%	-455.60%	1.634184
3 anos	-13.58%	-25.62%	57.41%	184.07%	-94.49%	-422.80%	1.478612

Fonte: Elaboração própria a partir de dados. Nota: *1% de significância; **5% de significância; **10% de significância.

Na Tabela 2 estão apresentados os resultados da avaliação, por meio do BHARS, e percebe-se que os resultados obtidos vão na mesma direção dos encontrados pelo MAARS, ou seja, os retornos de longo prazo foram menores do que os da Ibovespa e estão em consonância com as evidências encontradas na literatura.

Ao avaliar de forma isolada o grupo "frio 1", observou-se que somente para o primeiro dia de negociação das ações é que se tem uma diferença estatisticamente significante entre a média dos retornos dos IPO's e os retornos do Ibovespa. Os resultados encontram-se na Tabela 3. Sendo assim, no desempenho de curto prazo, o *underpricing* médio foi de 3,16%, patamar superior ao observado pela amostra completa. Quando se usa a mediana, a magnitude do *underpricing* cai para 0,76%, valor próximo ao registrado pela amostra completa.

Tabela 2 – BHARS médio e mediano da amostra completa

Período	Média	Mediana
1 ano	- 12,50%	- 22,21%
3 anos	- 15,99%	- 27,27%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados

Tabela 3 – resumo dos resultados do MAARS do grupo "frio 1"

Período	Média	Mediana	Desvio-padrão	Retorno máximo	Retorno mínimo	Coeficiente de Variação	Teste t
1 dia	3.16%	0.76%	7.14%	20.54%	-4.56%	222.90%	-2.43944**
1 ano	6.41%	0.00%	50.06%	136.50%	-68.95%	780.90%	-0.59275
3 anos	9.35%	-4.99%	64.38%	177.16%	-88.42%	688.50%	-0.77151

Fonte: Elaboração própria a partir de dados. Nota: *1% de significância; **5% de significância; **10% de significância

Já os resultados do MAARS para o grupo "quente" estão na Tabela 4. Vale ressaltar que o grupo "quente" contém 52 das 97 ações analisadas, ou seja, aproximadamente 53% da amostra e ainda que para todos os períodos analisados o teste t aponta para existência de diferença entre as médias dos retornos das ações com os retornos da Ibovespa. No desempenho das ações após o primeiro dia de negociação observou-se o *underpricing* médio de 2,83%. Quando se usa a mediana, a magnitude do *underpricing* cai para 1,56%. A Global Village Telecom Holding SA e o Banco Sofisa AS foram as empresas que obtiveram maior e menor retorno em relação à *benchmark*, com rentabilidade de 27,52% e -3 9.73%, respectivamente.

Tabela 4 – resumo dos resultados do MAARS do grupo "quente"

Período	Média	Mediana	Desvio-padrão	Retorno máximo	Retorno mínimo	Coeficiente de Variação	Teste t
1 dia	2.83%	1.56%	10.66%	27.52%	-39.73%	376.70%	-1.89899***
1 ano	-31.52%	-38.87%	36.60%	81.36%	-92.09%	-116.10%	4.75788*
3 anos	-29.61%	-39.92%	47.34%	184.07%	-94.49%	-159.90%	4.13775*

Fonte: Elaboração própria a partir de dados. Nota: *1% de significância; **5% de significância; **10% de significância.

No período de 1 ano, o MAARS mediano foi de -38,87% e aproximadamente 88% das empresas do grupo obtiveram retornos inferiores ao Ibovespa. Já o período de 3 anos apresentou MAARS médiano de -39,92% e mais de 76% das empresas apresentaram rentabilidades piores do que as do Ibovespa. O *outlier* do grupo, ou seja, a empresa que apresentou o maior MAARS entre todos os IPO's desse grupo foi a Global Village Telecom Holding SA, que apresentou MAARS de 184,07%. A Laep Investments Ltd obteve o menor MAARS para 1 ano (-92,09%) e 3 anos (-94,49%) entre todas as ofertas iniciais de ações estudadas. Portanto, o investimento nos IPO`s desse grupo, do ponto de vista do investidor, não se mostrou um negócio rentável para o período de longo prazo, resultado esse que está de acordo com o que a literatura do assunto postula.

No que tange aos resultados de avaliação do grupo "frio 2", pode-se verificar na Tabela 5 que o teste t apontou que somente para o período de 1 ano é que existe diferença significativa entre os retornos médios das ações e os retornos médios do Ibovespa. Sendo assim, o fenômeno do *undepricing* não foi verificado nesse grupo.

Tabela 5 – resumo dos resultados do MAARS do grupo "frio 2".

Período	Média	Mediana	Desvio -padrão	Retorno máximo	Retorno mínimo	Coeficiente de Variação	Teste t
1 dia	-0.90%	-1.08%	7.81%	16.71%	-18.29%	-867.80%	0.448406
1 ano	27.30%	36.77%	33.96%	80.30%	-31.93%	124.40%	-2.68493**
3 anos	50.25%	72.99%	43.48%	77.64%	0.12%	86.50%	-1.36119

Fonte: Elaboração própria a partir de dados. Nota: *1% de significância; **5% de significância; **10% de significância.

Em contrapartida, de forma análoga ao grupo "frio 1", as ações do grupo "frio 2" obtiveram retornos acima do Ibovespa nas janelas de 1 ano. Um ano após o IPO a amostra obteve MAARS mediano de 36,77%, maior patamar registrado para o período neste estudo, e aproximadamente 76% das ações apresentaram desempenho superior ao Ibovespa. Vale ressaltar ainda que embora a magnitude do descolamento do retorno da amostra com o do Ibovespa tenha sido pronunciada na janela de 3 anos, somente 3 empresas das 17 do grupo possuem cotações disponíveis para cálculo dessa janela.

Ao analisar os grupos "frio 1" e "quente" de forma comparativa, observou-se desempenhos de curto prazo similares e positivos, resultado que vai na mesma direção dos achados para outros países, como os trabalhos de Lee, Taylor e Walter (1996), Ljungqvist (1997), Aussenegg (1997), Firth (1997), Kooli e Suret (2004), Ritter e Welch (2002), Toniato (2007). Contudo, no desempenho de longo prazo, os grupos apresentaram comportamentos distintos. O grupo "frio 2", categorizado por ter poucas ofertas iniciais de ações, apresentou retornos médios maiores do que o *benchmark* nas janelas de 1 ano, ao contrário dos resultados já registados na literatura. Já o grupo "quente", que concentrou mais de 53% dos IPO`s estudados, obteve fraco desempenho de longo prazo, em linha com o verificado por Schultz (2003). Testando a teoria do *Pseudo Market Timing,* o autor observa que as empresas aproveitadoras de uma "janela de oportunidade" apresentam em média retornos de longo prazo inferiores ao *benchmark*.

4.2 Rentabilidades por banco coordenador líder

No que diz respeito à relação entre os bancos coordenadores das ofertas e os retornos auferidos pelos investidores dos IPO`s, foi calculado o MAARS médio de um dia, como retorno de curto prazo, e o MAARS médio de um ano, como retorno de longo prazo, para cada banco coordenador líder. A Tabela 6 ilustra os resultados obtidos.

Tabela 6 – MAARS médio de 1 dia por coordenador líder dos IPO`s

Coordenador	1 dia	Frio 1	Quente	Frio 2	Total
BRADESCO	5,94%	1	6	4	11
ITA BBA	4,31%	3	10	4	17
JP MORGAN	3,84%	0	5	0	5
HSBC	3,68%	0	0	1	1
UBS PACTUAL	1,96%	11	21	0	32
BANESP	1,83%	0	1	0	1
CREDIT SUISSE	0,89%	7	7	2	16
PACTAL	0,68%	1	0	0	1
UBS PACTUAL	0,29%	0	0	1	1
BTG	-0,68%	0	0	2	2
SANTANDER	-0,76%	1	0	1	2
CITI BANK	-0,88%	1	0	1	2
DEUTSCHE BANK	-1,64%	1	0	0	1
BANCO FATOR	-1,86%	2	0	0	2
MERRIL LYNCH	-3,09%	0	1	1	2
UNIBANCO	-4,52%	0	1	0	1
Total		28	52	17	97

Fonte: Elaboração própria a partir de dados

No desempenho de curto prazo, os nove coordenadores que concentraram 85 das 97 ofertas estudadas lançaram ações que em média superaram o Ibovespa. O *underpring* médio por banco coordenador foi de 0,63%. Tal resultado indica que a existência do *underpricing* pode ser um sinal positivo para efetivação da abertura de capital. Já os resultados do desempenho de longo prazo estão na Tabela 7.

Tabela 7 – MAARS médio de 1 ano por coordenador líder dos IPO`s

Coordenador	1 ano	Frio 1	Quente	Frio 2	Total
BTG	60,37%	0	0	2	2
HSBC	54,54%	0	0	1	1
SANTANDER	19,64%	1	0	1	2
CITI BANK	18,42%	1	0	1	2
UBS	14,22%	0	0	1	1
BRADESCO	3,66%	1	6	4	11
CS	-4,58%	7	7	2	16
PACTAL	-10,90%	1	0	0	1
UBS PACTUAL	-12,95%	11	21	0	32
ITAU BBA	-14,22%	3	10	4	17

DEUTSCHE BANK	-20,48%	1	0	0	1
MERRIL LYNCH	-29,35%	0	1	1	2
JP MORGAN	-45,53%	0	5	0	5
BANCO FATOR	-62,03%	2	0	0	2
BANESP	-64,33%	0	1	0	1
Unibanco	-65,47%	0	1	0	1
Total		28	52	17	97

Fonte: Elaboração própria a partir de dados

No desempenho de longo prazo, com exceção do Bradesco, todos os coordenadores que obtiveram retornos superiores ao Ibovespa não participaram das ofertas do período "quente". O descolamento médio em relação ao Ibovespa por banco coordenador foi de -9,94%. O UBS PACTUAL, ITAU BBA e o CREDIT SUISSE, que participaram juntos de aproximadamente 67% dos IPO`s avaliados, apresentaram MAARS médios negativos de -10,90%, -12,95% e -4,58%, respectivamente. Como esses coordenadores possuem um número relevante de lançamentos no período "quente" não se pode mensurar, por meio das técnicas utilizadas neste trabalho, o quanto desse fraco desempenho das ações é fruto da capacidade dos bancos em sobre-avaliarem as ofertas e o quanto é oriundo do aquecimento do mercado.

5 CONCLUSÕES

O presente estudo analisou a rentabilidade no curto prazo e no longo prazo dos IPO´s, verificando os fenômenos do *equity market timing* e do conflito de interesses provocado pelos coordenadores da abertura de capital, permitindo o entendimento da dinâmica dos IPO`s no mercado acionário brasileiro durante o período de 2004 a 2010. Vale salientar que durante aquele período esse mercado conheceu diversas dinâmicas no que tange à emissão de IPO's. Somente o ano de 2007 concentrou 53% dos IPO's.

Sendo assim, para analisar as questões do *equity market timing*, em linha com Alti (2006) e Rossi e Marotta (2010), os IPO`s foram avaliados por períodos classificados como "quentes", quando há um elevado número de IPO`s, e "frios", quando poucas empresas se tornam públicas. A amostra deste estudo incorpora dois períodos com baixo número de ofertas de ações, "frio 1" e "frio 2", e um período com elevado número de ofertas, classificado como "quente". O grupo "frio 1" incorpora 28 IPO`s entre 26/05/2004 e 18/12/2006. O grupo "quente" contempla 52 IPO`s que aconteceram ao longo do ano de 2007. Por fim, o grupo "frio 2" agrupa 17 IPO`s entre 13/02/2008 e 22/04/2010.

Para analisar o desempenho do IPO no mercado acionário brasileiro foram empregados os métodos *Market Adjusted Abnormal Returns* (MAARSS) e *Buy-and-Hold Adjusted Returns* (BHARS), os mesmos utilizados por Toniato (2007), que comparam o retorno de uma ação qualquer com o seu respectivo *benchmarks*. Com exceção do grupo "frio 2" foi observado o fenômeno *underpricing*, ou seja, no curto prazo os retornos médios das ofertas públicas foram superiores ao *benchmark*. Para o grupo "frio 2" a diferença entre tais retornos não foi estatisticamente significante.

No que tange aos retornos de longo prazo, ou seja, às janelas de avaliação do desempenho das ações de 1 ano e 3 anos, como utilizadas por Ritter e Welch (2002), foi verificado que somente para o grupo "quente" os resultados estão em consonância com a literatura, ou seja, ofertas iniciais de ações apresentaram retornos médios menores do que o benchmark. Para os períodos com baixo número de ofertas de ações somente a janela de 1 ano do grupo "frio 2" apresentou diferença significativa entre tais retornos e ainda contrário ao que aponta a literatura, na medida em que os retornos dos IPO's superaram os do Ibovespa. Esses resultados sinalizam que os retornos de longo prazo são afetados pelo aquecimento do mercado no lançamento dos IPO`s.

Visando a analisar o possível conflito de interesses entre os bancos coordenadores e investidores, em consonância com Saito e Pereira (2005), as ações foram segmentadas por coordenadores líderes, com o intuito de avaliar em quais coordenadores obtiveram os melhores retornos. No desempenho de curto prazo, os nove coordenadores que concentraram 85 das 97 ofertas estudadas lançaram ações que em média superaram o Ibovespa. O *underpring* médio por banco coordenador foi de 0,63%. No desempenho de longo prazo, com exceção do Bradesco, todos os coordenadores que obtiveram retornos superiores ao Ibovespa não participaram das ofertas do período "quente". O presente estudo carece

de técnicas estatísticas que permitam isolar o efeito provocado pelos coordenadores na precificação da oferta e, por conseguinte, no desempenho das ações, em função do aquecimento de mercado. Tal lacuna constitui uma limitação deste trabalho como também um campo fértil para futuras pesquisas.

REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R.; LEAL, R.; HERNANDEZ, L. The after-market performance of initial public offerings in Latin America. **Financial Management**, 22, 42–53, 1993.

AKERLOF, G. A. The market for Lemmons: Quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84(3), 488-500, 1970.

ALDRIGHI, D.M. As Ofertas Públicas Iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA - ANPEC, 38., 2010, Salvador, **Anais**... Salvador: ANPEC, 2010.

ALTI,A. How persistent is the impact of market timing on capital structure? **Journal of Finance**, 61,681–1710, 2006.

AUSSENEGG, W. **Short e Long-run performance of Initial Public Offerings in the Austrian Stock Market**. Working paper n. 24, Austrian Working Group on Banking and Finance, August, 1997.

BAKER, M.; WURGLER, J**.** Market timing and capital structure. **Journal of Finance**, 57(1), 1–32, 2002.

BACHMANN, R. K. B.;AZEVEDO, S. U.;CLEMENTE, A. Regularidade no pagamento de dividendos e governança Corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 2, p. 68-79, maio/ago., 2012.

BOADWAY, R.; KEEN, M. Financing and taxing new firms under asymmetric information. **Public Finance Analysis** v.62 n.4, 471-502, 2006.

CARVALHO, A. G.; TOLENTINO, R. A.. **Aftermarket Short Covering in IPOs and Long-Term Stock Liquidity**. Encontro Brasileiro de Finanças, 4, São Leopoldo/RS, 2009. SãoLeopoldo, 2009.

FIRTH, M. An analysis of the Stock Market performance of new issues in New Zealand. **Pacific-Basin Finance Journal,** 5, 63–85, 1997.

FRASCAROLI, B. F.; OLIVEIRA, J. C. T. A Performance das Agências de Ratings de Risco Soberano e os Fundamentos Macroeconômicos dos Países: um estudo sobre as atribuições de risco.. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 41., 2013, Foz do Iguaçú. **Anais**… Foz do Iguaçú: ANPEC, 2013.

GIBBONS, R. An introduction to applicable game theory. **Journal of Economic Perspectives,** 11, 127-49, 1997.

IBBOTSON, R. G. Price performance of common stock new issues. **Journal of Financial Economics**, 2, 235–272, 1975.

IBBOTSON, R. G.; JAFFE, J. F. “hot issues” markets**. Journal of Finance**, 30(4), 1027–1042, 1975

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v.3, n.4, p.305-360, 1976.

KIM, W., WEISBACH, M. S. **Do Firms go public to raise capital?** NBER working paper 11197, 2005.

KOOLI, M.; SURET, J.M. The post-Market performance of initial public Offerings in Canada. **Journal of Multin Stockal Financial Management** 14, 47-66, 2004.

LEE, P.J, TAYLOR, S.L.; WALTER, T.S. Australian IPO pricing in the short and long Run. **Journal of Banking & Finance** 20, 1189-1210, 1996.

LOGUE, D. On the pricing of unseasoned equity issues 1965-1969. **Journal of Financial and Quantitative Analyse**, 8, 91–103, 1973

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. The new issues puzzle. **Journal of Finance,** 50, 23–51, 1995.

LJUNGQVIST, A.P. Pricing initial public Offerings: ulterior evidence of Germany. **European Economic Review,** 41,1309-1320, 1997.

MEZA, D. de; WEBB, D.C. Too much investment: A problem of asymmetric information. **Quarterly Journal of Economics**, 102, 281–92, 1987.

NASCIMENTO, F. S. P.; MOURA, A. A. F.; DE LUCA, M. M. M; VASCONCELOS, A. C. Práticas de governança corporativa dos conselhos de administração das empresas do novo mercado da BM&FBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 3, p. 148-169, 2013.

OLIVEIRA, J. C. T.; FRASCAROLI, B. F. Impacto dos fatores macroeconômicos na emissão de ações na bolsa de valores. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 4, n. 1, p. 30-51, jan./abr., 2014.2014.

PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why Companies Go Public? An Empirical Analysis**. Journal of Finance**, 53, 27-64, 1998.

PÁSTOR, L.; TAYLOR L.A.; VERONESI, P.. **Entrepeneurial Learning, the IPO Decision, and the Post-IPO Drop in Firm Profitability.** Oxford University Press, 2008.

PINHEIRO, D. B. P.; CARVALHO, A. G. **A Relevância do Processo de Estabilização no Retorno de Curto Prazo dos IPOs.** ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9., 2009.

PROCIANOY, J. L.; CIGERZA, G. C. **IPOs in emerging markets:** a comparison of Brazil, India and China.Working Paper Series, 2007.

PURNANANDAM, A. K.; SWAMINATHAN, B. Are IPOs Really Underpriced? **The review of Financial Studies**, 17 (3), 811-848, 2004.

REILLY, F. K. Further evidence on short-run results for new issue investors. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis.** 8 (1), 83–90, 1973.

RITTER, J. R. Initial Public Offerings. **Contemporary Finance Digest**, Vol. 2, No. 1, pp. 5-30, 1998.

RITTER, J. R.; WELCH, I. A review of IPO activity, pricing, and allocations. **Journal of Finance**, 57, 1795-1828, 2002.

ROSSI, J. L. J.; MAROTTA, M. *Equity market timing:* Testando através de IPO no Mercado brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, 8(1), 85-101, 2010.

SAITO, R.; PEREIRA, J. A. C. M. Bookbuilding e Alocação Estratégica: Evidência do Mercado Brasileiro de Ações. **Revista Brasileira de Finanças**, 4 (1), 299-319, 2005.

SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. **Underwriters fueling going publiccompanies? Evidence of Conflict of interest in the Brazilian 2004-2007 IPO Wav**e.CEG (Center for Corporate Governance Research)

Working Paper Series 001, 2009.

SCHULTZ, P. Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. **The Journal of Finance**, 58, 2, 483-517, 2003.

SPENCE, M. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, 87(3):355-374, 1973.

STIGLITZ, J; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review** 71(3): 393-410, 1981.

STOLL, H. R.; CURLEY, A. J. Small business and the new issues market for equities. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 5, 309–322, 1970.

TONIATO, J. B. A**.** Hot issue no mercado de IPO e as consequências para as empresas emitentes e investidores: O mercado do Reino Unido em 2000. **Brazilian Business Review**, 4 (1), 1–25, 2007.

XIE, L. Universal banking, conflicts of interest and firm growth**. Journal of Financial Services**, 32, 177–202, 2007.

ZINGALES, L**.** Insider ownership and the decision to go public. **The Review of Economic Studies**, 62 (3), 425–448, 1995.

ANEXO

Tabela1A – Lista das empresas e suas respectivas classificações setoriais

EMPRESA	Classificação Setorial
JSL SA	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Rodoviário
Mills Estruturas e Servicos de Engenharia AS	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Serviços Diversos
EcoRodovias Infraestrutura e Logística SA	Construção e Transporte / Transporte / Exploração de Rodovias
OSX Brasil SA	Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Equipamentos e Serviços
BR Properties SA	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis
Multiplus SA	Consumo Cíclico / Diversos / Programas de Fidelização
Aliansce Shopping Centers SA	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis
Fleury SA	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos
Direcional Engenharia SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
CETIP SA - Balcão Organizado de Ativos e Derivativos	Financeiro e Outros / Serviços Financeiros Diversos / Serviços Financeiros Diversos
Banco Santander Brasil SA/Brazil	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos
TIVIT Terceirização de Processos Servicos e Tecnologia SA	Serviços de Tecnologia / Outros / Outros
Cielo SA	Financeiro e Outros / Serviços Financeiros Diversos / Serviços Financeiros Diversos
OGX Petróleo e Gás Participações SA	Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Exploração e/ou Refino
Restoque Comércio e Confeccoes de Roupas SA	Consumo Cíclico / Comércio / Tecidos. Vestuário e Calçados
Hypermarcas SA	Consumo não Cíclico / Diversos / Produtos Diversos
Nutriplant Indústria e Comércio SA	Materiais Básicos / Químicos / Fertilizantes e Defensivos
MPX Energia SA	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica
Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F	Financeiro e Outros / Outros / Outros
Banco Panamericano SA	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos
Laep Investments Ltd	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Laticínios
Amil Participações SA	Medicina de Grupo e Outros / Outros / Outros
Brasil Brokers Participações SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Intermediação Imobiliária
Helbor Empreendimentos SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
Marisa SA	Consumo Cíclico / Comércio / Tecidos. Vestuário e Calçados
Banco Industrial e Comercial SA	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos

Trisul SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
Sul America SA	Financeiro e Outros / Previdência e Seguros / Seguradoras
Duratex SA	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Madeira
Cosan Ltd	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Açúcar e Álcool
General Shopping Brasil SA	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis
Cia Providência Indústria e Comércio SA	Materiais Básicos / Materiais Diversos / Materiais Diversos
Multiplan Empreendimentos Imobiliários SA	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis
Springs Global Participações SA	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados / Fios e Tecidos
Banco ABC Brasil SA	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos
Guarani SA	Energia e outros / Outros / Outros
Kroton Educacional SA	Consumo Cíclico / Diversos / Serviços Educacionais
MRV Engenharia e Participações SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
Banco Patagônia SA	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos
Minerva SA/Brazil	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Carnes e Derivados
BHG SA - Brazil Hospitality Group	Consumo Cíclico / Hoteis e Restaurantes / Hotelaria
Redecard SA	Financeiro e Outros / Outros / Outros
Tegma Gestao Logistica	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Rodoviário
Banco Daycoval SA	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos
Marfrig Alimentos SA	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Carnes e Derivados
Banco Cruzeiro do Sul SA/Brazil	Financeiro e Outros / Outros / Outros
Ez Tec Empreendimentos e Participações AS	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
Log-in Logística Intermodal SA	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Hidroviário
SLC Agrícola SA	Consumo não Cíclico / Agropecuária / Agricultura
Paraná Banco SA	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos
Viver Incorporadora e Construtora SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
TIG Holding Ltd	Financeiro e Outros / Serviços Financeiros Diversos / Gestão de Recursos e Investimentos
Banco Sofisa SA	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos
Wilson Sons Ltd	Construção e Transporte / Transporte / Serviços de Apoio e Armazenagem
CR2 Empreendimentos Imobiliarios SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
Bematech SA	Tecnologia da Informação / Computadores e Equipamentos / Computadores e Equipamentos
Metalfrio Solutions SA	Bens Industriais / Equipamentos Elétricos / Equipamentos Elétricos
Fertilizantes Heringer SA	Materiais Básicos / Químicos / Fertilizantes e Defensivos
JHSF Participações SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
Banco Pine SA	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos
Even Construtora e Incorporadora SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
JBS SA	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Carnes e Derivados
Global Village Telecom Holding SA	Telecomunicações / Telefonia Fixa / Telefonia Fixa
São Martinho SA	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Açucar e Alcool
Iguatemi Empresa de Shopping Centers SA	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis / Exploração de Imóveis
Tecnisa SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário SA	Imobiliário e Outros / Outros / Outros
Rodobens Negócios Imobiliários SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
PDG Realty SA Empreendimentos e Participações	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
LPS Brasil Consultoria de Imóveis SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Intermediação Imobiliária
Positivo Informática SA	Tecnologia da Informação / Computadores e Equipamentos / Computadores e Equipamentos
Odontoprev SA	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos
Brasil Ecodiesel Indústria e Comércio de Biocombustiveis e Oleos Vegetais SA	Biocombustíveis e Outros / Outros / Outros
Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica
Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos SA	Consumo não Cíclico / Comércio e Distribuição / Medicamentos
Brookfield Incorporações SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
M Dias Branco SA	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Alimentos Diversos
Médial Saúde SA	Medicina de Grupo e Outros / Outros / Outros
Klabin Segall SA	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Papel e Celulose
MMX Mineração e Metálicos SA	Materiais Básicos / Mineração / Minerais Metálicos
GP Investments Ltd	Financeiro e Outros / Serviços Financeiros Diversos / Gestão de Recursos e Investimentos
Lupatech SA	Bens Industriais / Máquinas e Equipamentos / Motores . Compressores e Outros
CSU Cardsystem SA	Bens Industriais / Serviços / Serviços Diversos
Totvs SA	Tecnologia da Informação / Programas e Serviços / Programas e Serviços

Cia de Saneamento de Minas Gerais-COPASA	Utilidade Pública / Água e Saneamento / Água e Saneamento
Universo Online SA	Serviços de Informações e Outros / Outros / Outros
Cosan SA Indústria e Comércio	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Açúcar e Álcool
Obrascon Huarte Lain Brasil SA	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil
Localiza Rent a Car SA	Consumo Cíclico / Diversos / Aluguel de carros
B2W Cia Global Do Varejo	Consumo Cíclico / Comércio / Produtos Diversos
Renar Macas SA	Consumo não Cíclico / Agropecuária / Agricultura
Porto Seguro SA	Financeiro e Outros / Previdência e Seguros / Seguradoras
Diagnósticos da América SA	Consumo não Cíclico / Saúde / Serv.Méd.Hospit. Análises e Diagnósticos
Grendene SA	Consumo Cíclico / Tecidos. Vestuário e Calçados / Calçados
CPFL Energia SA	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica
Gol Linhas Aéreas Inteligentes SA	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Aéreo
Natura Cosméticos SA	Consumo não Cíclico / Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza / Produtos de Uso Pessoal

Fonte: Elaboração própria a partir de dados