



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
CURSO DE BACHARELADO EM ADMINISTRAÇÃO**

**GIOVANA DE SANTANA DANTAS**

**ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS QUE  
REALIZARAM EMISSÃO DE AÇÕES ENTRE OS ANOS DE 2004  
E 2016 NO BRASIL**

**JOÃO PESSOA - PB**

**2017**

**GIOVANA DE SANTANA DANTAS**

**ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS QUE  
REALIZARAM EMISSÃO DE AÇÕES ENTRE OS ANOS DE 2004  
E 2016 NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Coordenação do Curso de Administração, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal da Paraíba, como requisito institucional para obtenção do título de Bacharel em Administração.

**Orientador: Prof. Márcio André Veras Machado**

**JOÃO PESSOA - PB**

**2017**

## **Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)**

D278a de Santana Dantas, Giovana .

Análise das Características das Empresas que Realizaram Emissão de Ações entre os Anos de 2004 e 2016 no Brasil / Giovana de Santana Dantas. – João Pessoa, 2017.

59f.: il.

Orientador(a): Profº Dr. Márcio André Veras Machado.  
Trabalho de Conclusão de Curso (Administração) – UFPB/CCSA.

1. IPO. 2. SEO. 3. Ciclo de Vida. 4. Market Timing. 5. Abertura de Capital. I. Título.

UFPB/CCSA/BS

CDU:658(043.2)

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Coordenação do Curso de Administração, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal da Paraíba, como requisito institucional para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Aprovado em: \_\_\_\_\_ / \_\_\_\_\_ /2017

### **BANCA EXAMINADORA**

---

Profº: Dr. Márcio André Veras Machado  
Prof. Orientador  
Universidade Federal da Paraíba – UFPB

---

Profº: Ms. Suelle Cariele de Souza e Silva  
Prof. Convidado  
Universidade Federal da Paraíba – UFPB

Dedico este Trabalho de Conclusão de Curso aos meus familiares, em especial meus pais, pelo exemplo de coragem, simplicidade e persistência em suas metas; e aos meus amigos, que, no decorrer dessa jornada, me deram força para o meu crescimento.

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, pela interseção do Divino Espírito Santo, que me concedeu sabedoria, inteligência, conselho, ciência, fortaleza, piedade e temor de Deus. Qualidades que me capacitam para tomar a decisão acertada em situações obscuras e para reprimir as forças do orgulho, do egoísmo e da preguiça, que se opõem à graça de Deus.

À minha mãe, por cuidar de mim sempre que se fez necessário no decorrer dessa jornada e por não deixar de acreditar no meu potencial. Ao meu pai, pela firmeza nos ensinamentos e retidão nas atitudes. À minha irmã, por compartilhar comigo sonhos e realizações, e por todo cuidado e afeto que deposita em mim com seus conselhos cheios de sabedoria. À Leda, minha “Dadá”, por ser alegria constante e refúgio nas horas incertas. À Flávio, pela paciência demonstrada e confiança depositada em mim durante todo o tempo.

Aos integrantes da Liga de Mercado Financeiro da Universidade Federal da Paraíba (LMF), por todos os ensinamentos e conselhos compartilhados. Ao projeto Sala de Ações e ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) pelo acolhimento e esclarecimento sempre necessários.

À Clara, exemplo de ser humano e fortaleza, por compartilhar a vida e os caminhos, e por me impulsionar para um futuro de sucesso. À Ana Carla, por me segurar nos momentos de incerteza. Aos outros colegas de turma, cada um com suas peculiaridades, pela alegria de todas as manhãs, e descontração diante do peso das obrigações.

Ao meu orientador Prof. Márcio André Veras Machado, por ter construído comigo, passo a passo, este trabalho. Além disso, por ter me apresentado ao mundo da docência, e por ser sempre solícito, comprometido, dedicado e compreensivo, me impulsionando para o melhor que posso ser. O exemplo de profissional que almejo ser.

## **EPÍGRAFE**

“É saber sonhar  
E, então, fazer valer a pena cada verso  
Daquele poema sobre acreditar  
Não é sobre chegar no topo do mundo  
E saber que venceu  
É sobre escalar e sentir  
Que o caminho te fortaleceu”

**- Ana Vilela**

## **RESUMO**

A emissão de ações é tema de estudo de diversos autores na área de Finanças, que procuram entender o que leva as empresas a emitirem ações e quais as condições de mercado favoráveis para o processo. Assim, o objetivo geral deste trabalho é analisar as características das empresas que emitiram ações entre os anos de 2004 e 2016. Além das empresas que abriram o capital, as emissões secundárias de ações também foram analisadas. Os objetivos específicos consistem em: analisar as emissões de ações que ocorreram entre os anos de 2004 e 2016 por meio de uma gama de variáveis pré-definidas, verificar a ligação entre as variáveis e testar as hipóteses formuladas sobre as características das empresas da amostra. A pesquisa foi norteada pelas Teorias do Ciclo de Vida e do *Market Timing*. O percurso metodológico utilizado na pesquisa teve caráter exploratório e descritivo. Como resultado, foram encontradas evidências que confirmam as Teorias do Ciclo de Vida e do Market Timing, indicando que as empresas que abrem o capital estão na fase de crescimento do ciclo de vida organizacional e aproveitam as oportunidades de mercado para lançarem ações. Além disso, houve comprovação de que as empresas emitem ações com preços subavaliados, que o volume negociado em R\$ costuma ser maior em emissões primárias e que os preços de fechamento costumam ter quedas mais significativas que altas.

Palavras-chaves: Emissão de Ações. Ciclo de Vida. *Market Timing*.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Total de emissões por anos.....	29
Gráfico 2 - Quantidade de IPO's e SEO's por ano.....	30
Gráfico 3 - Quantidade de empresas que emitiram ações em um intervalo de idade.....	33
Gráfico 4 - Porcentagem de retornos positivos, negativos e nulos do total de emissões.....	35
Gráfico 5 - Relação entre retorno do preço da ação e retorno de mercado.....	35
Gráfico 6 - Relação entre retorno do preço da ação e retorno Ibovespa.....	36
Gráfico 7 - Quantidade de emissões dentro e fora da faixa de preços estipulada.....	37
Gráfico 8 - Emissões dentro da faixa de valores estipulada nos prospectos preliminares.....	39
Gráfico 9 - Porcentagem de emissões que apresentaram apenas um preço no prospecto preliminar.....	39
Gráfico 10 - Porcentagem de ações retidas e ofertadas.....	40
Gráfico 11 - Volume médio de IPO's, SEO's e emissões totais.....	41
Gráfico 12 - Média de volume negociado por ano em emissões primárias, secundárias e totais .....	42
Gráfico 13 - Média da distribuição da participação das categorias de investidores.....	43
Gráfico 14 - Média total dos Preços de Abertura e Fechamento.....	43
Gráfico 15 - Média dos Preços de Abertura e Fechamento a cada ano.....	44
Gráfico 16 - Média dos Preços de Abertura e Fechamento por setor.....	45
Gráfico 17 - Média dos Preços de Abertura e Fechamento em IPO's.....	45
Gráfico 18 - Média dos Preços de Abertura e Fechamento em SEO's.....	46
Gráfico 19 - Média dos Preços de Fechamento na data da emissão e 1 mês após a emissão a cada ano.....	46
Gráfico 20 - Comportamento da média dos Preços de Abertura, Fechamento, e Fechamento 1 mês após a emissão em IPO's.....	47
Gráfico 21 - Comportamento da média dos Preços de Abertura, Fechamento, e Fechamento 1 mês após a emissão em SEO's.....	47
Gráfico 22 - Médias dos Preço dos Prospectos Preliminares e Definitivos.....	48
Gráfico 23 - Médias dos Preço dos Prospectos Preliminares e Definitivos a cada ano.....	48
Gráfico 24 - Média dos Preços dos Prospectos em IPO's e SEO's.....	49
Gráfico 25 - Média dos Preços dos Prospectos por setor.....	50
Gráfico 26 - Média do Preços de Fechamento anteriores à emissão de ações subsequentes...	51
Gráfico 27 - Média dos Preços anteriores às emissões subsequentes a cada ano.....	51

Gráfico 28 - Média dos Preços anteriores às emissões subsequentes por setor.....52

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Autores e principais informações e resultados da pesquisa.....	19
Quadro 2 – Número de emissões por segmento entre os anos de 2004 e 2016.....	22
Quadro 3 – Resumo das variáveis estudadas.....	24
Quadro 4 – Quantidade e porcentagem de Retornos do Preço da Ação Positivos e Negativos.....	31
Quadro 5 - Quantidade e porcentagem de Momentos Positivos e Negativos por ano.....	32

## **LISTA DE ABREVIATURAS**

IPO	<i>Initial Public Offering</i>
SEO	<i>Seasoned Public Offering</i>
CVO	Ciclo de Vida Organizacional
B3	Brasil Bolsa Balcão
CVM	Comissão de Valores Mobiliários

# SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>14</b>
<b>2</b>	<b>REVISÃO DA LITERATURA.....</b>	<b>17</b>
2.1	Teoria do Ciclo de Vida.....	17
2.2	Market Timing.....	18
1.1	Evidências Empíricas .....	20
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA .....</b>	<b>25</b>
3.1	Dados .....	25
3.2	Descrição das Variáveis.....	27
3.3	Técnicas de Pesquisa .....	31
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DE DADOS.....</b>	<b>32</b>
4.1	Market Timing.....	32
4.2	Ciclo de Vida.....	35
4.3	Retornos .....	37
4.4	Outros indicadores.....	44
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>56</b>
<b>6</b>	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>58</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Diante de tantas oscilações financeiras enfrentadas pelo Brasil, principalmente desde o Plano Cruzado de 1986, quando empresas abriram seu capital para a oferta pública de ações (IPO, sigla em inglês) e enfrentaram uma dura crise pós-abertura, o mercado brasileiro de ações varia em termos de segurança e insegurança (LEAL, 1993).

Segundo a Cartilha lançada no ano de 2011 pela antiga BM&FBovespa (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo), hoje B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), IPO (*Initial Public Offering*) constitui um evento de transformação em qualquer organização. Novos sócios serão inseridos via mercado, interferindo na cultura e na gestão da empresa. Quando aberta, a empresa passa a atender a uma série de exigências adicionais e obrigações permanentes, contribuindo para uma mudança organizacional.

Segundo a cartilha “Vem pra Bolsa”, lançada pela B3, após a abertura, a organização também pode realizar emissões de ações. Essas emissões são denominadas *Seasoned Public Offering* (SEO), também conhecidas como emissões secundárias. Os passos são semelhantes aos da IPO, mas o preço da ação já existe no mercado.

As organizações possuem diversas razões para abrir o capital na Bolsa de Valores. Acesso a recursos de grandes volumes, melhoria da imagem institucional e profissionalização da gestão podem ser algumas delas. Porém, realizar IPO’s em organizações também envolve efeitos negativos, como o alto custo do processo e a perda do controle acionário (PALMIERI; AMBROZINI, 2016).

Para Brau (2010), o estudo realizado em países desenvolvidos focaliza na tomada de decisão e possui duas premissas principais: as condições do mercado de ações afetam o timing do IPO e o desempenho operacional piora pós-abertura de capital. No Brasil, Schiozer *et al.* (2010) observaram que entre 2005 e 2007, as empresas que realizaram IPO apresentaram maior lucro e melhor capacidade de gerenciamento.

Leal (1993) elaborou um estudo abrangente contendo características das empresas que abriram o capital entre os anos de 1979 e 1992. Essas organizações possuem características distintas das empresas que abriram o capital a partir do ano 2000, devido às novas regras impostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Desde 2000, várias características são exigidas dessas empresas para que possam realizar o IPO de forma correta. Assim, pode-se concluir que as organizações que abriram o capital a partir do ano 2000 possuem características comuns que as tornam aptas a realizarem o IPO. Depois que a abertura

ocorre, há análises de curto e longo prazo das empresas, e elas passam a ter uma série de obrigações reguladas pela CVM. Segundo Gompers e Lerner (2003), essa análise é fortemente afetada pela forma como a média dos retornos é calculada.

Para a identificação das características das empresas, a pesquisa fez uso de indicadores já utilizados anteriormente por alguns autores. Assim, o estudo investigou variáveis, como índice *book-to-market* (B/M), retornos futuros, número de anos de vida e tamanho, utilizadas por Costa e Machado (2016) em seus estudos sobre como o *Market Timing* e o estágio do Ciclo de Vida influenciam na realização das ofertas públicas de ações. Além disso, o setor em que as empresas atuam e o grau de alavancagem serão explorados, embasados nos estudos de Aldrighi *et al* (2010) sobre as ofertas públicas iniciais na B3 no período recente.

No ano de 2004, houve uma retomada no lançamento de IPO's no mercado brasileiro, que atingiu seu mais alto grau em 2007, quando 64 empresas abriram seu capital. Segundo Aldrighi (2009), até o ano de 2008, 109 empresas passaram a negociar suas ações na B3. Dentre as explicações atribuídas para o fenômeno, estão os avanços nas reformas microeconômicas desde 2001, a saturada liquidez internacional e a criação, pela B3, dos níveis diferenciados de exigências de governança corporativa.

A revisão da literatura realizada no período de 6 meses foi vasta e abrangente. Artigos escritos por autores de diferentes países foram lidos e revisados, assim como artigos nacionais. Além de estudos relacionados à IPO, a revisão bibliográfica apresenta pesquisas sobre *Market Timing* e Teoria do Ciclo de Vida, uma vez que as características a serem identificadas e discutidas servirão para a comprovação ou não de como essas duas teorias podem estar ligadas à abertura. Assim, na revisão da literatura, há evidências teóricas sobre Teoria do Ciclo de Vida e *Market Timing*, bem como evidências empíricas sobre IPO.

A análise de características organizacionais é importante para o cenário econômico de qualquer país, pois afeta a forma como o relacionamento dentro do mercado acontece. No Brasil, há estudos relacionados a características organizacionais e ao mercado de emissões primárias e secundárias, e alguns deles, como o de Costa e Machado (2016) e o de Pamplona e Coelho (2009), embasam o presente trabalho

Em um cenário de incertezas políticas e econômicas, entender como as organizações se comportam diante das Ofertas Públicas Iniciais é fundamental tanto para quem comanda essas empresas, quanto para seus gestores e para quem se interessa em investir nessas empresas. Além disso, o comportamento das organizações diz muito sobre seu perfil diante das adversidades econômicas.

A discussão das características das empresas que emitem ações torna-se pertinente diante do mercado brasileiro. Os gestores, a partir do entendimento das características organizacionais, podem prever o melhor momento e a melhor estrutura para que a empresa possa emitir ações, fazendo com que as companhias realmente se desenvolvam diante do novo financiamento.

A questão chave que direciona o trabalho é: Quais as características das empresas brasileiras que realizaram IPO entre os anos de 2004 e 2016?

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

A revisão bibliográfica realizada para a presente pesquisa teve como objetivo a compreensão dos autores sobre os estudos acerca dos três temas principais que regem este trabalho: Teoria do Ciclo de Vida, Teoria do *Market Timing*, e IPO's.

Parte dos autores citados definiram e debateram as Teorias do Ciclo de Vida e do Market Timing, enquanto outros identificaram como a fase pela qual a organização passa e as janelas de oportunidade impactam as emissões de ações.

Por fim, alguns autores utilizados para o embasamento das evidências empíricas identificaram o comportamento das empresas que abrem o capital. Além disso, outras pesquisas interpretaram as características das organizações que emitem ações, e os motivos pelos quais optam por esse tipo de financiamento.

### 2.1 Teoria do Ciclo de Vida

As organizações, além de passarem por mudanças externas que afetam o ambiente organizacional interno, passam, ao longo do seu desenvolvimento, por períodos com características semelhantes quanto a estruturas, processos e estratégias. Essas fases são denominadas como estágios do Ciclo de Vida Organizacional (CVO) (BEUREN *et al*, 2012).

As discussões sobre Ciclo de Vida Organizacional, segundo Silva e Emmendoerfer (2013) fazem, por vezes, comparações com o ciclo de vida dos seres vivos. No meio organizacional, a Teoria dos Sistemas e a Teoria Geral da Administração se misturam com essa analogia feita aos seres vivos. Ainda segundo os autores, os estágios da vida representam níveis ou fases das empresas, que vão desde o nascimento até o envelhecimento da organização.

Beuren *et al* (2012) concluíram que certos estágios do Ciclo de Vida Organizacional estão muito rentes uns dos outros, e por isso não se pode compreender visivelmente uma progressão determinista nessas fases do ciclo de vida. Assim, os autores defendem que não há uma sequência única e irreversível, no sentido tradicional biológico.

Para Oliveira e Escrivão Filho (2009), a teoria do Ciclo de Vida Organizacional procura esclarecer os fenômenos relacionados às mutações das características das organizações ao longo do tempo, e sua consequente capacidade de adaptação a novos ambientes.

Muitos pesquisadores (SOUZA, NECYK; FREZATTI, 2008; LEZANA; GRAPEGGIA, 2007) elaboraram modelos de CVO que representam as fases que a organização atravessa. Cada fase, dependendo do autor, aborda configurações distintas entre elementos como tamanho, idade, taxa de crescimento, atividades críticas, estrutura organizacional e diferenciação vertical.

A configuração do ciclo de vida das empresas é um fator importante na análise do desenvolvimento do controle gerencial. Frezzatti *et al* (2010) afirmam que o processo de planejamento estruturado deve surgir da determinação do ciclo de vida da organização. Os mesmos autores sugerem que, na etapa de crescimento, os gestores priorizam o aumento do negócio e não valorizam o controle da empresa.

Souza *et al* (2008) propõem que idade e tamanho são as duas variáveis-chave que se manifestam na abordagem do ciclo de vida organizacional, pois influenciam diretamente os problemas gerenciais e suas soluções. Além disso, afirmam que na fase de crescimento as empresas ampliam o escopo de produtos e mercados em áreas relacionadas, buscando crescimento rápido.

Machado da Silva *et al* (1998) afirmam que a determinação dos Ciclos de Vida da Organização é útil para a tomada de decisão dos gestores. Porém, como a literatura sobre o tema é vasta, e muitos autores divergem quanto às fases e ao tamanho delas, ainda é difícil determinar precisamente por quais fases as organizações passam.

As variáveis-chave que surgem a partir da abordagem do Ciclo de Vida das Organizações são idade e tamanho. Os problemas e soluções gerenciais tem origem no tempo, e as organizações enfrentam diferentes problemas de acordo com seu tamanho (SOUZA; NECYK; FREZATTI, 2008).

À luz da Teoria do Ciclo de Vida, Costa e Machado (2016) avaliaram como as janelas de oportunidade e o Ciclo de Vida influenciaram as empresas na decisão de abrir o capital. Os autores comprovaram que empresas jovens e pequenas são responsáveis pela maioria das aberturas de capital, indicando uma correlação negativa entre idade e abertura de capital. Além disso, os autores não encontraram evidências de que as empresas aproveitam oportunidades de mercado para lançar ações, no curto prazo.

## **2.2 Market Timing**

O *Market Timing* se configura como a capacidade de previsão do movimento dos preços das ações em relação a um ativo de renda fixa. Para a determinação do *Market Timing*, são observados indicadores macroeconômicos como política tributária e política monetária. Considera-se que o gestor que é capaz de prever esse movimento das ações ou do mercado em relação aos ativos de renda fixa realoca seus recursos para os ativos de maior retorno (FAMA, 1970, *apud* Leusin e Brito, 2008).

O *Market Timing* influencia diretamente as decisões de endividamento das empresas, uma vez que possui relação com a estrutura de capital. Embora seja comprovada uma tendência de as empresas expandirem seu capital quando seu valor de mercado é alto, os efeitos dessa modificação da estrutura de capital não são persistentes ao longo do tempo (DANI *et al*, 2016).

A Teoria do *Market Timing* admite que as empresas abrem o capital com base, parcialmente, nas condições do mercado. Os gestores tendem a escolher o momento do mercado em que suas empresas estejam com seu valor maximizado (BRAU *et al*, 2006).

Ritter (1991) afirma que há fortes evidências de que as organizações costumam abrir o capital em momentos de ápice no desempenho da indústria às quais pertencem. Assim, o autor destaca uma superestimação das oportunidades de crescimento em períodos de emissão, por parte dos investidores.

Rossi e Marotta (2010) analisaram como o comportamento relacionado ao *Market Timing* pode afetar o volume de ações decorrentes de IPO's. Os autores comprovaram que numa condição de mercado considerada quente, há um volume consideravelmente maior de ações emitidas durante o IPO.

Mendes *et al* (2009) explicitam, em seus estudos com empresas brasileiras, a teoria do Equity *Market Timing*. Os autores supõem, com base na teoria, que as empresas emitem ações quando seu valor de mercado é alto e as compram quando o valor é baixo.

Perobelli *et al* (2014) asseguram que o gestor deve abrir o capital quando o valor líquido da venda das participações for suficientemente maior que o valor privado que o empreendedor atribui à empresa mais o valor da opção de timing da abertura. Os autores afirmam que todas as empresas analisadas em seu estudo apresentaram valor real da receita do IPO maior do que o valor justo, sugerindo que a presença de uma janela de oportunidade pode ter sido uma razão para a antecipação da abertura de capital. Essa mesma janela de oportunidade, segundo os autores, pode ter sido causada pelas divergências de crenças dos investidores otimistas.

## 1.1 Evidências Empíricas

Rajan (1992) comprovou a existência de um trade-off entre banco e investidor de curto alcance. Segundo o autor, o banco pode monitorar a empresa e controlar as suas decisões de investimento. No entanto, durante esse processo, a divisão dos lucros é alterada. A empresa então poderá preferir o crédito de investidores de curto alcance, que oferecem alguns benefícios da dívida bancária, mas não controlam as decisões da organização. O autor evidencia o debate entre a eficiência relativa de um sistema baseado em relacionamento bancário em comparação com um sistema baseado em transações e sugere que as relações e transações refletem dois extremos. Cada sistema tem suas virtudes e comparações unidimensionais.

Prochanoy (1994) comprovou que a abertura de capital pode não ser a melhor opção para as empresas que possuem sucessores, uma vez que a liquidez se torna muito estreita para as ações ordinárias, e o preço negociado no mercado é, na maioria das vezes, defasado em relação ao real valor da companhia. Assim, o mercado de capitais não corresponde às expectativas dos sucessores em termos de valor das ações.

Benninga *et al* (2005) estudaram a dimensão “momento” da decisão de abrir o capital. Os autores utilizaram um modelo em que os empreendedores trocam os ganhos da diversificação pelos benefícios da dívida privada. Assim, identificaram que durante o período em que os fluxos de caixa são suficientemente altos, as vantagens potenciais de diversificação superam os benefícios privados e a empresa realiza o IPO. Além disso, os autores detectaram que as ondas de emissões, as “*hot issues*”, acontecem de forma desproporcional por setores.

Brau, Ryan e DeGraw (2006) realizaram pesquisas com executivos financeiros nos EUA para comprovar a Teoria do Ciclo de Vida, e obtiveram resultados positivos na comprovação da Teoria. Os autores alegam que os gestores realizam IPO's quando a empresa atinge um ponto do ciclo de vida em que a equivalência externa pode ajudar a obter uma estrutura ótima de capital, o que acontece em algum período do crescimento da empresa.

Brau e Fawcett (2006) comprovaram que a principal motivação para as empresas abrirem o capital é a obtenção de recursos para futuras aquisições. A minimização do custo de capital não foi apontada como um fator motivacional. Os gestores preferem ir ao público em um momento em que os preços das ações se apresentam em alta. Geralmente, os CFO's identificam janelas de oportunidade visando o mercado em que a organização está inserida e

a indústria, e não considerando tanto as condições do mercado de IPO. Além disso, os autores identificaram grande preocupação no que diz respeito ao controle da tomada de decisão.

Bomfim *et al* (2007) certificaram que as empresas que realizaram IPO's em 2004 e 2005 enfrentaram mudanças no âmbito da governança corporativa. Os autores também avaliaram o grau de satisfação das empresas que abriram o capital por meio do IPO, e comprovaram melhorias nos resultados em relação aos preços e volumes iniciais das ofertas, bem como ao desempenho dos underwriters.

Lucinda e Saito (2009) explicitaram em que situações o uso de um intermediário financeiro é preferível ao uso do mercado de capitais. Os autores esclarecem que a utilização de intermediário financeiro deixa de ser vantajosa a partir de um certo ponto, quando os juros a pagar tornam-se maiores que o lucro recolhido. Assim, devedores com um histórico de pagamento de juros maior emitirão dívida.

O estudo realizado por Pamplona e Coelho (2009) analisou a variação do preço das ações emitidas entre 2004 e 2007. Os autores comprovaram que, a curto prazo, os retornos do preço da ação são positivos, o que indica que o preço da ação é subavaliado. Por outro lado, apuraram que, no longo prazo, as ações possuem retornos de preço negativos, se comparadas ao preço do dia da abertura.

Aldrighi *et al* (2010) investigaram as empresas que realizaram ofertas públicas iniciais na B3 no período de 2004 e 2008. Os autores analisaram as características das empresas, sua estrutura de propriedade e de controle, e seu desempenho. Identificaram, dentre outras características, que essas evidências não confirmam a suposição de que a reestruturação financeira tenha sido uma motivação relevante das IPOs. Além disso, concluíram que empresas maiores, mais lucrativas, com gastos de investimento mais elevados, e que mais crescem são mais propensas a realizarem uma IPO.

O estudo de Gioielli *et al* (2013) se propôs a analisar o Gerenciamento de Resultados nas empresas que realizaram IPO's, assim como o papel dos investidores de PE/VC (*Private Equity / Venture Capital*) em dificultar a manipulação dos resultados. Os autores comprovaram que há frágeis evidências de que as empresas financiadas por capital de risco gerenciam seus resultados e somente na fase de IPO. Em empresas não financiadas por esse tipo de capital, foram encontradas fortes evidências de manipulação durante a fase de IPO.

Perobelli *et al* (2014) investigaram as empresas brasileiras do ramo de energia que realizaram IPO's entre 2000 e 2009. Como resultado, obtiveram que todas as empresas anteciparam o timing do seu IPO em relação ao que foi predito pelo modelo de Drahö.

Cao e Montezano (2016) investigaram mudanças relacionadas ao longo prazo nas performances operacionais e financeiras das empresas brasileiras que realizaram IPO's entre 2002 e 2008. Utilizando-se de testes paramétricos, os autores encontraram evidências de aumento de desempenho dos indicadores: tamanho, taxa de crescimento, rentabilidade, alavancagem financeira, nível de investimento e taxa de investimento.

Costa e Machado (2016) verificaram se a ocorrência do *Market Timing* e o estágio do ciclo de vida podem influenciar determinada empresa a abrir o capital. Como resultados principais, encontraram uma relação inversa entre a realização de oferta pública de ações e o estágio do ciclo de vida. Além disso, não foram encontradas evidências de que há relação entre o índice *book-to-market* e a decisão de abrir o capital. Por fim, os autores não encontraram indícios de que as empresas aproveitam as oportunidades de mercado para emitir ações, pelo menos no curto prazo, e que a maioria das IPO's foi realizada por empresas jovens e pequenas.

O Quadro 1 apresenta um resumo das principais evidências empíricas abordadas neste trabalho.

Quadro 1: Autores e principais informações e resultados das pesquisas

Autores	Ano	País	Principais resultados
Rajan	1992	EUA	Comprovou a existência de um trade-off entre banco e investidor de curto alcance. O autor evidencia pontos fortes e fracos dos dois tipos de financiamento.
Procianoy	1994	Brasil	Demonstrou que a abertura de capital pode não ser a melhor opção para as empresas que possuem sucessores
Benninga <i>et al</i>	2005	EUA	Afirmaram que a empresa costuma realizar a IPO quando as vantagens da diversificação superam os benefícios privados.
Brau e Fawcett	2006	EUA	Evidenciaram que a principal motivação para as empresas abrirem o capital é a obtenção de recursos para futuras aquisições.
Bomfim <i>et al</i>	2007	Brasil	Comprovaram melhorias nos resultados em relação aos preços e volumes iniciais das ofertas realizadas entre 2004 e 2005, bem como ao desempenho dos underwriters.

Lucinda e Saito	2009	Brasil	Constataram que devedores com um histórico de pagamentos pontuais maior preferem emitir dívidas a abrir o capital.
Pamplona e Coelho	2009	Brasil	Averiguaram que, no curto prazo, o preço das ações apresenta retorno positivo. Porém, no longo prazo, esses retornos são negativos.
Aldrichi <i>et al</i>	2010	Brasil	Concluíram que empresas maiores, mais lucrativas, com gastos de investimento mais elevados, e que mais crescem são mais propensas a realizarem uma IPO.
Gioielli <i>et al</i>	2013	Brasil	Provaram que empresas financiadas por capital de risco não costumam gerenciar resultados na fase de abertura, e que empresas não financiadas por esse tipo de capital tem comportamento inverso.
Perobelli <i>et al</i>	2014	Brasil	Constataram que todas as empresas anteciparam o timing do seu IPO em relação ao que foi predito pelo modelo de Draho.
Cao e Montezano	2016	Brasil	Encontraram evidências de aumento de desempenho dos indicadores: tamanho, taxa de crescimento, rentabilidade, alavancagem financeira, nível de investimento e taxa de investimento em empresas que realizaram IPO.
Costa e Machado	2016	Brasil	Confirmaram haver relação inversa entre a realização de oferta pública de ações e o estágio do ciclo de vida, e não encontraram evidências fortes de que as empresas aproveitem as oportunidades de mercado, pelo menos no curto prazo.

Fonte: Elaboração própria.

A partir das evidências empíricas demonstradas nesta sessão, a pesquisa busca averiguar as características das empresas que emitiram ações entre os anos de 2004 e 2016 baseada em dois trabalhos: Costa e Machado (2016) e Pamplona e Coelho (2009). Utilizando-se das demais pesquisas para complemento e embasamento de outras características secundárias comprovadas pelo estudo.

Pamplona e Coelho (2009) embasaram sua pesquisa nos retornos do preço da ação no dia da abertura, um mês após a emissão, e um ano após a data de abertura. Assim, tem-se a seguinte hipótese:

**1º Hipótese:**

- As Ofertas Públicas Iniciais apresentam, em média, preços aparentemente inferiores do que um preço justo de mercado e, portanto, produzem retornos iniciais positivos em relação ao retorno de mercado.

Costa e Machado (2016) utilizaram o número de anos das empresas da amostra para comprovar uma relação inversa entre a idade da empresa e a probabilidade de abertura de capital. Diante disso, a segunda hipótese é:

**2º Hipótese:**

- Empresas situadas no estágio de crescimento no ciclo de vida organizacional costumam abrir o capital para financiar novos investimentos.

Por fim, Costa e Machado (2016) não encontraram evidências de que as empresas aproveitam as oportunidades de mercado para emitir ações. Assim, tem-se a terceira e última hipótese que rege este estudo:

**3º Hipótese:**

- As empresas aproveitam as oportunidades de mercado para emitir ações, gerando ondas de emissões em determinados períodos.

### 3 METODOLOGIA

Esta seção tem como objetivo descrever os dados utilizados no trabalho, assim como apresentar as variáveis abordadas e indicar as técnicas de pesquisa aplicadas na análise dos dados.

#### 3.1 Dados

A amostra utilizada para o presente estudo consiste em todas as empresas que emitiram ações na B3 (Brasil Bolsa Balcão) entre os anos de 2004 e 2016. Para a pesquisa foram consideradas tanto emissões primárias (IPO), quanto emissões secundárias (SEO), uma vez que as SEO's possuem características similares às IPO's. Foram excluídas da amostra as empresas que não apresentaram dados suficientes para a pesquisa.

Sendo assim, a amostra é composta por um total de 268 emissões de ações, segundo a B3, das quais 137 foram emissão primária, e 131 emissões secundárias. As emissões foram feitas por 185 empresas. Dentre as companhias, o segmento que mais realizou emissões foi o de Construção Civil, respondendo por 13% do total de emissões. Os segmentos de Exploração de Imóveis e Bancos também se destacaram, emitindo, cada um, 7% do total de títulos. Juntas, essas três classificações setoriais respondem por cerca de 27% das emissões. O Quadro 2 ilustra a quantidade de lançamentos por segmento durante o período englobado na pesquisa.

Quadro 2: Número de emissões por segmento entre os anos de 2004 e 2016

Segmento	Número de emissões
Construção Civil	36
Exploração de Imóveis	20
Bancos	19
Energia Elétrica	14
Siderurgia	13
Serv. Médicos e Hospitalares	11
Carnes e Derivados	10
Alimentos Diversos	8
Medicamentos e Outros Produtos	8
Programas e Serviços	7
Serviços Financeiros Diversos	7

Exploração e/ou Refino	6
Exploração de Rodovias	6
Holdings Diversificadas	6
Material Rodoviário	6
Tecidos, Vestuário e Calçados	6
Transporte Aéreo	6
Produtos Diversos	5
Serviços Educacionais	5
Telefonia Fixa	5
Água e Saneamento	4
Aluguel de Carros	4
Intermediação Imobiliária	4
Serviços Diversos	4
Madeira	3
Papel e Celulose	3
Seguradoras	3
Transporte Ferroviário	3
Computadores e Equipamentos	2
Corretoras de Seguro	2
Fertilizantes e Defensivos	2
Máquinas e Equipamentos	2
Materiais Diversos	2
Minerais Metálicos	2
Motores, Compressores e Outros	2
Petroquímicos	2
Produto Pessoal	2
Programas de Fidelização	2
Transporte Rodoviário	2
Viagens e Turismo	2
Acessórios	1
Açúcar e Álcool	1
Agricultura	1
Eletrodomésticos	1
Equipamentos Elétricos	1
Fios e Tecidos	1
Hotelaria	1
Jornais, Livros e Revistas	1
Material Aeronáutico	1
Móveis	1

Produção de Eventos e Shows	1
Restaurantes e Similares	1
Serviços de Apoio e Armazenagem	1
Telefonia Móvel	1
Transporte Hidroviário	1

Fonte: Elaboração própria.

O estudo é de natureza exploratória, pois permite a familiaridade com o tema e a construção de hipóteses mais adequadas. A pesquisa também possui caráter descritivo, já que possibilita a interpretação da realidade sem sua eventual modificação, e viabiliza a comparação entre as variáveis que compõem o estudo. Além disso, esse tipo de análise permite a exposição de características ou fenômenos de determinada população, mas não objetiva explicá-los (VIEIRA, 2002).

### 3.2 Descrição das Variáveis

O Quadro 3 tem como modelo o de Costa e Machado (2016). Apesar de variáveis distintas serem utilizadas, o presente trabalho terá como base as premissas abordadas pelos autores. A seguir, as variáveis a serem avaliadas na pesquisa:

Quadro 3: Resumo das variáveis estudadas

Variável Explicativa	Descrição/Fórmula
Volume de Emissões	Quantidade, em R\$, de ações primárias e subsequentes emitidas
Participação dos Investidores	Distribuição de ações por categorias de investidores
Preço de Abertura na data da emissão	Preço que a ação começa a ser negociada no dia da emissão
Preço de Fechamento na data de emissão	Preço final da ação no dia da emissão
Preço de Fechamento 1 mês após a emissão	Preço final da ação 1 mês após o primeiro dia de emissão
Preço 1 do Prospecto Preliminar	Primeiro dos dois preços divulgados no Prospecto Preliminar

Preço 2 do Prospecto Preliminar	Segundo dos dois preços divulgados no Prospecto Preliminar
Preço do Prospecto Definitivo	Preço único divulgado no Prospecto Definitivo
Ibovespa 15 dias antes da emissão subsequente	Quanto o índice Bovespa está valendo, em R\$, 15 dias antes da emissão subsequente
Ibovespa no dia que antecede as emissões	Quanto o índice Bovespa está valendo, em R\$, no dia anterior à emissão
Retorno do Preço da Ação (RPA)	$\ln(\text{Preço de fechamento na data do início da negociação} / \text{Preço de abertura na data do início da negociação})$
Retorno Ibovespa (RI)	$\ln(\text{Índice Ibovespa na data do início da negociação} / \text{Índice Ibovespa na data anterior ao início da negociação})$
Retorno em excesso (RE)	$(\text{Retorno do Preço da Ação na data do início da negociação}) - (\text{Taxa Selic na data do início da negociação})$
Retorno de Mercado (RM)	$(\text{Retorno Ibovespa na data do início da negociação}) - (\text{Taxa Selic na data do início da negociação})$
Volume negociado (VN)	Logaritmo natural do volume em R\$ negociado na data do início da negociação
Revisão dos Preços (RP)	$(\text{Preço final do prospecto}) / ((\text{Média dos prospectos preliminares}) - 1)$
Proporção entre Ações (PA)	$(\text{Ações Retidas na data do início da negociação}) / (\text{Ações Ofertadas na data do início da negociação})$
Retorno Acumulado (RA)	$\ln(\text{Preço da ação no dia que antecede o SEO}) / (\text{Preço da ação no 15º dia que antecede o SEO})$
Momento (MOM)	$\ln(\text{Preço de fechamento 1 mês após a emissão}) / \text{Preço de fechamento na data do início da negociação}$
Idade (ID)	Número de anos que a empresa possuía quando emitiu ações

Fonte: Elaboração própria.

A partir dessas variáveis, as características das empresas foram analisadas. O estudo procurou identificar em que fase do ciclo de vida as organizações abrem o capital, assim como se houve aproveitamento, por parte da empresa, das oportunidades de mercado, gerando ondas de emissões, e se as empresas costumam subavaliar os preços das ações, gerando retornos positivos. Além disso, o comportamento dos preços das emissões foi acompanhado.

As variáveis utilizadas neste estudo são diferentes das utilizadas por Costa e Machado (2016) e por Pamplona e Coelho (2009), mas procuram explicar as mesmas premissas, assim como comprovar os estudos de diversos autores abordados no Referencial Teórico. Foram utilizadas, para a pesquisa, nove variáveis, além de outros onze indicadores, como preços e volumes, e dados relevantes para compor as variáveis em questão.

O índice *book-to-market* foi calculado por Costa e Machado (2016) pela divisão do Valor Contábil pelo Valor de Mercado da empresa. Segundo os autores, à luz da Teoria do Ciclo de Vida, empresas jovens, e que apresentam baixo índice B/M costumam vender ações para financiar investimentos. Já as organizações com alto índice B/M, geralmente mais maduras, preferem o pagamento de dividendos e o financiamento interno.

No presente trabalho, a identificação da fase do ciclo de vida organizacional pelo qual a empresa estava passando quando abriu o capital é feita pela variável “Idade”, calculada pelo número de anos que a empresa foi fundada, até sua primeira emissão.

O Retorno acionário futuro foi representado pela subtração do retorno das ações nos 12 meses posteriores à abertura pelo índice Ibovespa do período. Essa variável calculada por Costa e Correio (2016) fornece informações sobre o momento em que os gestores abrem o capital e suas percepções acerca das janelas de oportunidade e previsão de retornos.

Na pesquisa corrente, o Momento (MOM) é utilizado para mensurar a variação do preço de fechamento da ação (o retorno), um mês após a data do início das negociações. Sendo assim, a variável consegue captar se o preço da ação em um mês subiu ou desceu em relação à data do início das negociações. O momento é determinado pelo logaritmo da divisão do preço de fechamento um mês após a emissão, sobre o preço de fechamento na data do início das negociações.

Pamplona e Coelho (2009) utilizam o preço de abertura da data do início das negociações e o preço de fechamento do mesmo dia para identificar o comportamento dos preços das ações. Além disso, os autores também calculam os retornos da ação um mês após a abertura, e um ano depois do início das negociações, utilizando os mesmos dados, mas em datas distintas.

O presente trabalho analisou cinco retornos distintos relacionados ao preço da ação e ao mercado. São eles: Retorno do Preço da Ação (RPA), Retorno Ibovespa (RI), Retorno em Excesso (RE), Retorno de Mercado (RM) e Retorno do SEO (CM).

O Retorno da Ação (RPA) foi calculado como sendo o logaritmo do preço de fechamento da ação na data do início da negociação dividido pelo preço de abertura da ação na data do início da negociação. Esse retorno mede o ganho ou a perda de riqueza que um

investidor teria se houvesse comprado efetivamente a ação com o preço de abertura, e vendido com o preço de fechamento nessa data.

O Retorno Ibovespa (RI) foi obtido pelo logaritmo do Índice Bovespa (Ibovespa) na data do início da negociação dividido pelo mesmo índice na data anterior. O objetivo desse índice é indicar o desempenho médio das cotações dos ativos de maior comercialização e representatividade no mercado de ações brasileiro. Sendo assim, é um índice de retorno total do mercado no Brasil. A variável calculada mensura o quanto o índice subiu ou desceu no dia do início das negociações, em relação ao índice do dia anterior.

O Retorno em Excesso (RE) é medido pelo Retorno da Ação (RPA) na data do início da negociação, subtraído da Taxa Selic do mesmo dia (diária). A Selic é um índice pelo qual as taxas de juros cobradas pelos bancos no Brasil se delimitam, constituindo uma *proxy* da taxa livre de risco. O indicador calculado retira a Taxa Selic do Retorno do Preço da Ação para medir o excesso de retorno em relação a uma taxa livre de risco.

O Retorno de Mercado (RM) expõe a relação entre a variável econômica taxa básica de juros, a Selic, e o retorno dos ativos do mercado acionário, representado pelo Ibovespa. Sendo assim, essa variável é obtida pela subtração do Retorno Ibovespa, ou seja, o retorno de uma carteira de mercado hipotética, pela taxa básica de juros da economia.

O Retorno Acumulado (RA) procura identificar como estava o preço da ação antes das emissões subsequentes. Por consequência, a variável detecta o impacto das emissões posteriores no preço das ações. O Retorno é obtido pela divisão entre o preço da ação no décimo quinto dia que antecede a emissão, e o preço no dia anterior ao início das negociações.

Além do cálculo dos retornos, a determinação de outras três variáveis fez-se necessária para a composição do estudo. Foram computados o volume negociado, a revisão dos preços, e a proporção entre ações.

O Volume Negociado (VN) é obtido pelo logaritmo do montante, em reais, negociado pelas empresas na data do início da negociação. O volume negociado serve como uma indicação sobre a aceitação da mudança (aumento ou diminuição) de preço pelo mercado. A variável demonstra que quanto maior o volume negociado, maior a quantidade de pessoas que participaram do mercado naquele momento (PAMPLONA E COELHO, 2002).

A Revisão dos Preços (RP) é útil para identificar se o preço final da ação está acima, abaixo, ou entre os preços balizadores do prospecto preliminar divulgado pelas empresas. A variável é calculada pela divisão do preço final da ação (preço efetivo na data do início da negociação), sobre a média dos preços divulgados nos prospectos preliminares das empresas, com uma unidade subtraída.

A Proporção entre as Ações (PA) é calculada pela divisão da quantidade total de Ações Retidas na data do início das negociações, sobre a totalidade de ações ofertadas. A variável busca identificar a proporção de ações que ficaram retidas na empresa, dentre o total de ações que foram ofertadas na data em que começaram a ser negociadas.

Para compor o cálculo das variáveis, foram coletados dados do site da B3, dos sites das empresas que compõem o estudo, do Banco Central do Brasil, do Banco Merryl-Linch, do Itaú BBA, BTG Pactual e base de dados Economatica®. A partir da coleta, foram elaboradas as hipóteses acerca das características das empresas. São elas: a fase do ciclo de vida que as empresas abrem, o comportamento dos preços das emissões, e se as empresas aproveitam as oportunidades de mercado para emitir ações.

### **3.3 Técnicas de Pesquisa**

A presente pesquisa é de natureza exploratória e descritiva. Diante disto, fez-se necessária a exploração de todas as informações que poderiam estar relacionadas às emissões.

No primeiro momento, foram coletadas as informações referentes às emissões como um todo (primárias e subsequentes), presentes no site da B3. A partir desse ponto, outros dados relevantes, relacionados às emissões e às empresas que lançaram as ações, foram sendo coletados. As informações necessárias foram retiradas do próprio site da B3, do Banco de Dados Economatica®, dos sites das empresas que emitiram as ações e dos sites dos Bancos coordenadores das ofertas públicas.

Em um segundo momento, após a coleta dos dados necessários, cálculos simples foram feitos para a obtenção dos valores das variáveis utilizadas na pesquisa. Quando todas as variáveis já haviam sido calculadas, a pesquisa entrou na fase da observação do comportamento dos dados e das variáveis.

Posteriormente, a partir do cálculo das médias dos dados coletados e da construção de gráficos, a relação entre as informações coletadas e as variáveis foram exploradas.

Por fim, após a análise exploratória dos dados e interpretação das relações estabelecidas entre eles, obteve-se a descrição das características das empresas presentes na amostra, principal objetivo deste estudo.

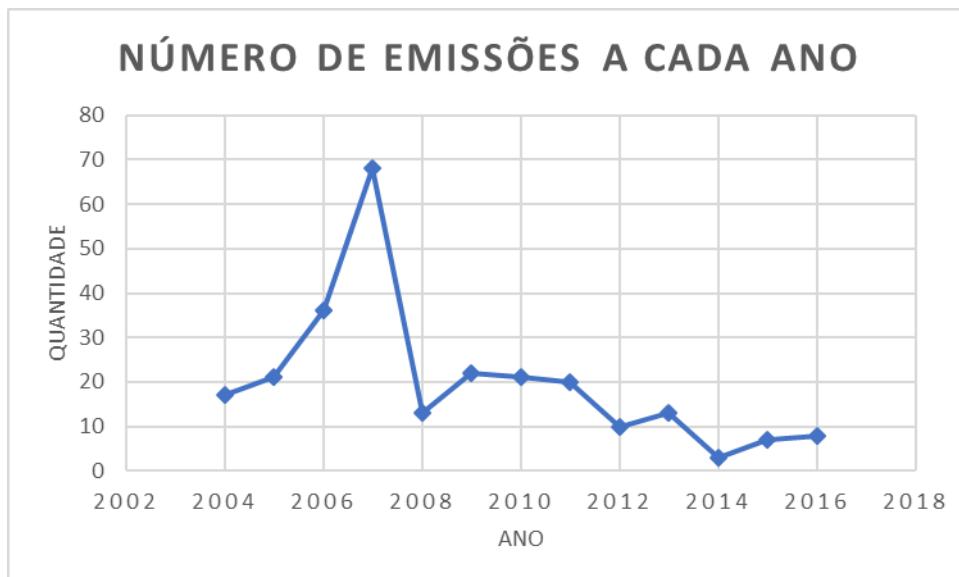
## 4 ANÁLISE DE DADOS

Esta seção analisou as variáveis coletadas, e as comparou. A pesquisa fez uso, para a análise de dados, de gráficos e tabelas. Além disso, fez uso da média como medida estatística para níveis de comparação de valores de dados e variáveis em questão. A sessão é separada em quatro partes. A primeira parte refere-se aos dados relacionados à hipótese do Market Timing, enquanto a segunda parte analisa dados referentes à hipótese do Ciclo de Vida. A terceira parte é composta por informações que permitem analisar a hipótese relacionada aos retornos, e a última parte apresenta outras informações e relações entre os dados coletados, de onde algumas características também podem ser inferidas.

### 4.1 *Market Timing*

É possível identificar, no Gráfico 1, ondas de emissões em determinados anos da amostra. Do total de 268 emissões, 146 aconteceram entre 2004 e 2007, sendo que o pico de lançamentos aconteceu em 2007, onde foram identificadas um total de 69 emissões, cerca de 25% do total de emissões que compõem a amostra.

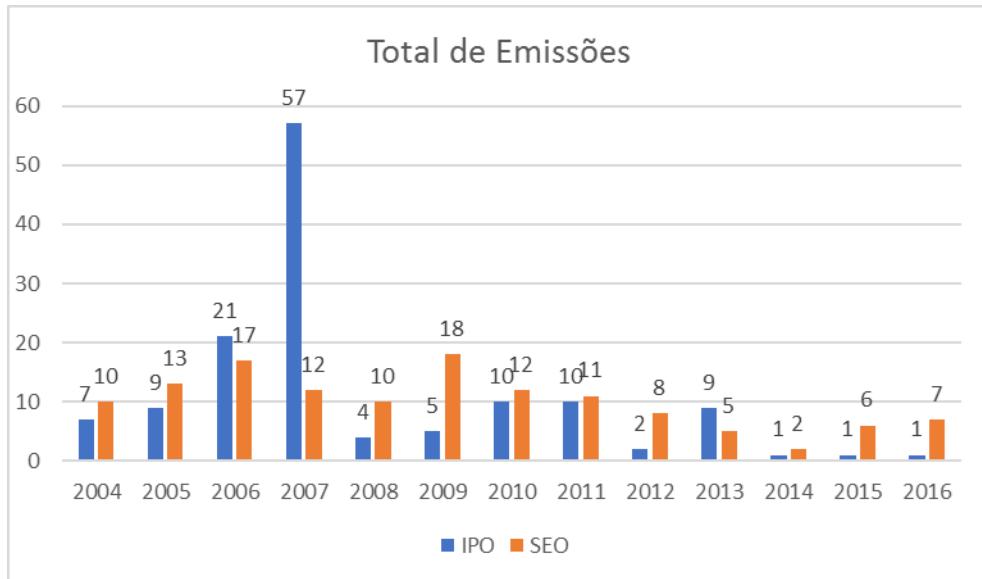
Gráfico 1: Total de emissões por ano



O ano de 2007 é o que mais apresenta emissões de toda a amostra, como demonstrado anteriormente no Gráfico 1. Como pode ser observado no Gráfico 2, o ano de

2007 também é o de maior lançamento de emissões primárias em comparação com as emissões subsequentes.

Gráfico 2: Quantidade de IPO's e SEO's por ano



Os anos consideradas com poucas emissões apresentaram comportamento inverso, ou seja, a quantidade de emissões subsequentes superou a quantidade de emissões primárias. Assim, empresas que emitem ações em anos considerados “frios” são empresas que já possuem o capital aberto, mas buscam mais financiamento por meio do mercado de ações.

Referindo-se a emissões primárias, Rossi e Marotta (2010) analisaram como o comportamento das janelas de oportunidade pode afetar o volume de ações decorrentes de IPO's. Há comprovação de que em uma condição de mercado considerada quente, há um volume significativamente maior de ações emitidas durante a abertura.

Porém, o ano de 2007, considerado o de maior número de emissões, não ostenta a maior média de volume das negociações (Quadro 4). Embora haja uma tendência para o volume de negociações ser maior nos períodos de emissões quentes, a análise dos dados não comprovou que quanto maior o número de emissões, maior o volume negociado. O ano de 2014, por exemplo, conta com apenas 3 emissões, mas tem a terceira maior média de volumes negociado. O quadro 4 ilustra o total de emissões a cada ano e o volume médio negociado.

Como demonstrado no início da análise de dados, o período de emissões quentes engloba os anos de 2006 e 2007. O Quadro 4 verifica que, apesar da maior quantidade de emissões, a porcentagem de Retornos do Preço da Ação Positivos não é a mais alta, nem a mais baixa entre as porcentagens.

Quadro 4: Quantidade e porcentagem de Retornos do Preço da Ação Positivos e Negativos por ano

Ano/Retornos	Positivos	%	Negativos	%
2004	9	52%	8	48%
2005	11	73%	4	27%
2006	18	56%	14	44%
2007	43	70%	18	30%
2008	8	57%	6	43%
2009	12	60%	8	40%
2010	16	80%	4	20%
2011	11	52%	10	48%
2012	6	60%	4	40%
2013	7	50%	7	50%
2014	3	100%	0	0
2015	5	71%	2	29%
2016	2	29%	5	71%

Fonte: Elaboração própria.

O cálculo do Momento (MOM) busca identificar se houve alta nos preços das ações um mês após a emissão. A variável é utilizada para a análise da hipótese relacionada ao *Market Timing*, que afirma que as empresas procuram emitir ações quando as condições do mercado são favoráveis, e seus preços estão sobre avaliados, ou seja, maiores do que realmente são.

Apenas 241 emissões, do total de 268 que compõem a amostra, apresentaram dados suficientes para o cálculo do momento. Das 241, 140 apresentaram Momento positivo, identificando que houve uma alta nos preços de fechamento um mês após o início das negociações. As outras 101 emissões exibiram Momentos negativos, com baixa nos preços um mês após o início das negociações. O Quadro 5 ilustra o cenário.

Quadro 5: Quantidade e porcentagem de Momentos Positivos e Negativos por ano

Ano/Momento	Positivos	%	Negativos	%
2004	6	40%	9	60%
2005	12	80%	3	20%
2006	21	65%	11	35%
2007	27	44%	34	56%
2008	9	64%	5	36%
2009	18	85%	3	15%

2010	12	60%	8	40%
2011	7	33%	14	77%
2012	8	80%	2	20%
2013	11	78%	3	22%
2014	1	33%	2	77%
2015	2	28%	5	72%
2016	5	72%	2	28%

Fonte: Elaboração própria.

Assim como acontece com o Retorno do Preço da Ação, os Momentos calculados apresentaram comportamento parecido. Há uma maioria de Momentos Positivos, mas não necessariamente nos anos considerados de emissões quentes. Inclusive, o Momento é negativo no ano considerado como o de maior número de emissões. A análise do Momento permite inferir que a abertura de capital não necessariamente gera Retornos de Preço da Ação Positivos um mês após o início das negociações, nem que há uma garantia de Momentos positivos quando a companhia abre o capital em períodos considerados quentes.

Diante das hipóteses formuladas a partir da revisão bibliográfica, a terceira hipótese afirma que há um aumento no número de aberturas de capital em determinados períodos entendidos como “quentes”, quando o preço das ações é sobre avaliado.

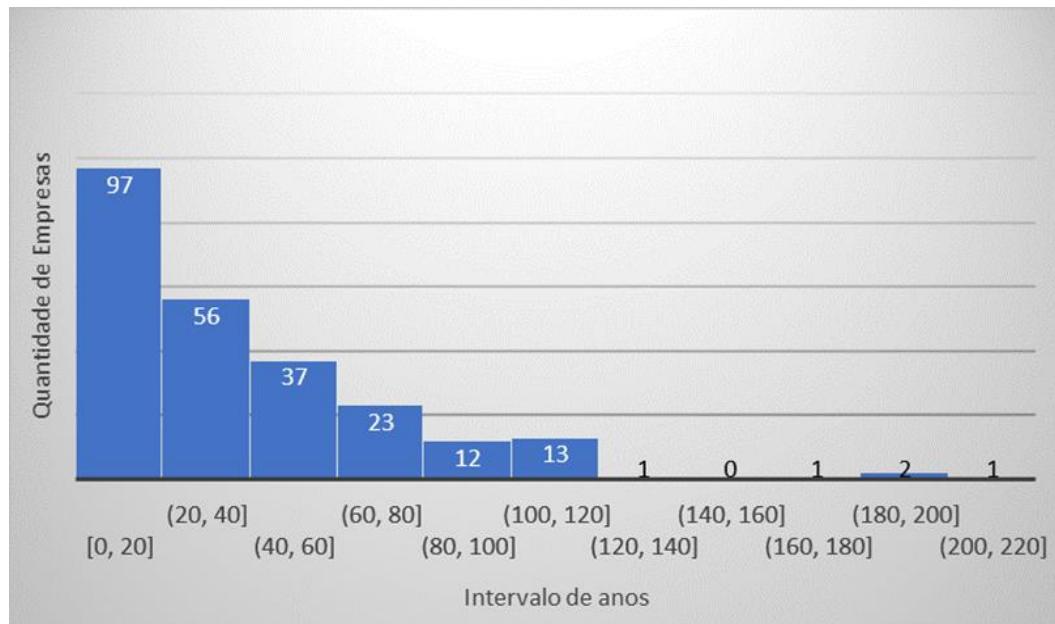
A hipótese é aceita, visto que houveram momentos de mercado considerados quentes, como o ano de 2007, que contou com a maior parte das emissões. Segundo a literatura, as empresas aproveitam as oportunidades de mercado para sobre avaliarem os preços das ações e as emitirem a um preço maior do que realmente valem, gerando ondas de emissões. As ondas são comprovadas, mas não há evidências que confirmem a supervalorização dos preços. Sendo as ações supervalorizadas, há uma tendência de queda no preço, ou seja, de retornos negativos. Não houve comprovação de retornos negativos na data do início das negociações nem um mês após a abertura.

## 4.2 Ciclo de Vida

Há, na amostra, empresas com apenas 5 anos de existência. Porém, a amostra também é composta por empresas que tem 180 anos de existência, e são bem consolidadas no mercado. A média das idades é de 47,52 anos de existência, até o ano de 2016, com desvio padrão de 38,09 anos. A mediana das idades é de 38 anos.

O cálculo da variável Idade (ID) leva em consideração não só a idade das empresas até o presente ano, mas o número de anos que as empresas evidenciavam quando abriram o capital. Do total da amostra, 45% empresas emitiram ações até os quarenta anos de idade, enquanto 37% realizaram lançamentos depois dos quarenta até os 120 anos de idade, como pode ser evidenciado no gráfico 3.

Gráfico 3: Quantidade de empresas que emitiram ações em um intervalo de idade



A maioria das empresas emitem ações até os 40 anos de idade, considerado um período de crescimento. Esse período muda de acordo com o tipo de organização, como já foi dito na Revisão da Literatura. O presente estudo tomará como base uma idade de até 40 anos para o período de crescimento, e englobará também o período de nascimento, já que as organizações podem nascer a partir de financiamento próprio e enfrentarem um *boom* de crescimento no início das suas atividades, necessitando de capital próprio.

O Gráfico 3 confirma a Teoria do Ciclo de Vida. Dos autores que pesquisaram sobre abertura de capital e serviram como base para esse estudo, como Costa e Machado (2016), Souza *et al* (2008) e Frezatti *et al* (2010), a maioria afirma que as empresas costumam emitir ações no período de crescimento, por necessitarem de financiamento para novos projetos. Nota-se, no mesmo gráfico, que as empresas costumam não emitir mais ações quando atingem a fase de maturidade e declínio.

A hipótese formulada a partir da teoria afirma que as organizações situadas no estágio de crescimento no ciclo de vida organizacional costumam abrir o capital para financiar novos investimentos abrir o capital para financiar novos investimentos.

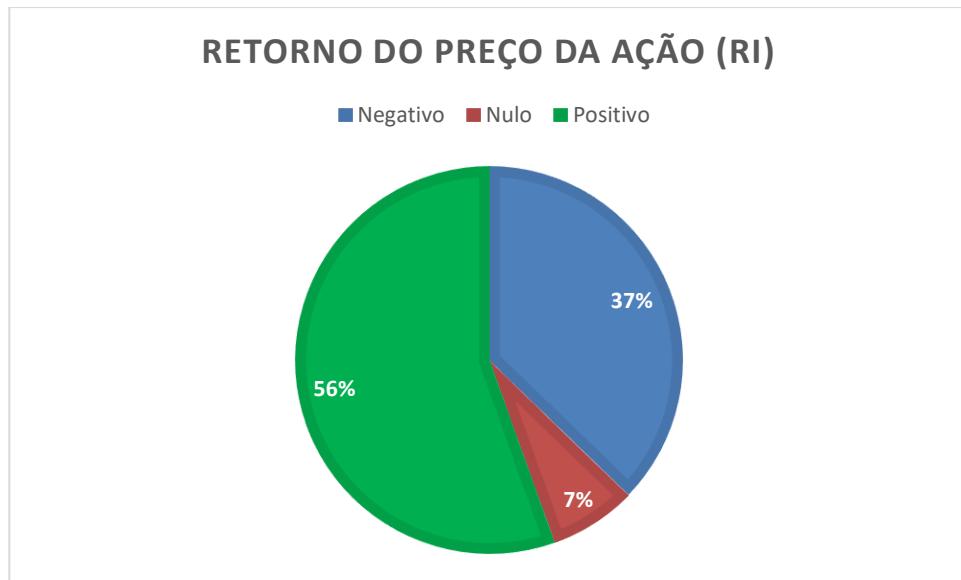
A segunda hipótese não pode ser rejeitada. De acordo com a análise, as empresas costumam emitir ações até os 40 anos de idade, período que engloba o nascimento e o crescimento das organizações. Os autores que embasam a pesquisa sobre Ciclo de Vida, Costa e Machado (2016) não explicitam emissão de ações no estágio de nascimento das empresas, mas a presença de emissões em estágios iniciais pode ser compreendida pela necessidade das empresas, assim que nascem, precisarem financiar mais projetos para crescer. Também pode ser comprovado que a quantidade de emissões cai em empresas com mais de 40 anos de existência, e é nula ou quase nula em empresas que já atingiram a maturidade e o declínio.

### **4.3 Retornos**

O Retorno do Preço da Ação (RI), mede, como foi introduzido anteriormente, o ganho ou a perda de riqueza que um investidor teria se houvesse comprado efetivamente a ação com o preço de abertura, e vendido com o preço de fechamento nessa data. Do total de 268 emissões que compõem a amostra, apenas 21 não possuíam dados suficientes para o cálculo da variável em questão. O Retorno do Preço da Ação (RI) foi obtido da seguinte forma:

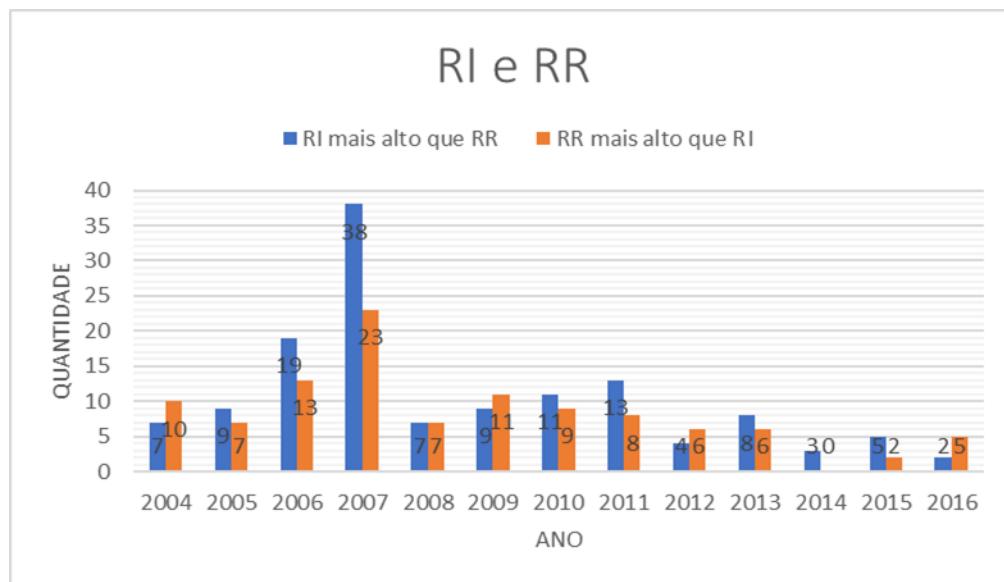
Dentre as emissões com informações completas, a média geral do RI é 0,0154, enquanto o desvio padrão é de 0,13. Desses lançamentos, 92 apresentaram Retorno médio negativo, 18 Retorno médio nulo, 137 apresentaram Retorno médio positivo. O Gráfico 4 ilustra as porcentagens de retornos negativos, positivos e nulos,

Gráfico 4: Porcentagem de retornos positivos, negativos e nulos do total de emissões



A pesquisa de Pamplona e Coelho (2009) demonstra que as ofertas públicas iniciais de ações, em sua maioria, são subvalorizadas, sugerindo que as ações recém emitidas apresentam um retorno inicial muito positivo, quando comparado ao retorno do mercado no mesmo período. O Gráfico 4 comprova e evidencia o trabalho dos autores.

Gráfico 5: Relação entre retorno do preço da ação e retorno de mercado

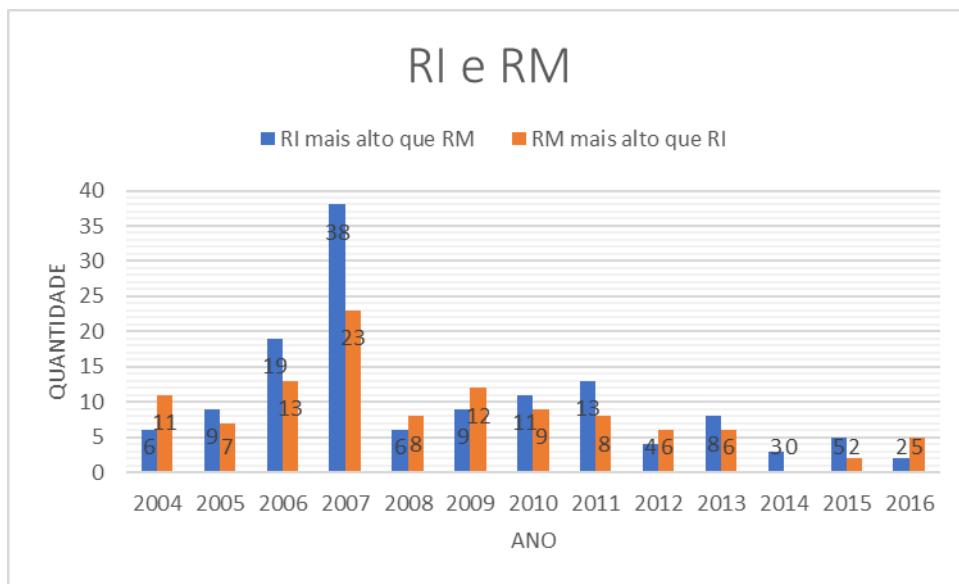


Na data do início das negociações, a maioria das ações apresentou RI mais alto do que o Retorno de Mercado (RR), conforme Gráfico 5. Apenas em 3 dos 13 anos que a amostra engloba, há Retornos de Mercado mais altos do que os Retornos das Ações na mesma data.

Considerando o Retorno Ibovespa (RM) como sendo o retorno da taxa Ibovespa, calculado pela divisão da taxa no dia anterior ao início das negociações sobre a taxa na data do lançamento das ações, o RI foi maior do que o RM em 8 dos 13 anos contemplados pela pesquisa, o que significa que, no primeiro dia de negociações, o investimento em emissões primárias e secundárias, na maioria das vezes, apresenta maior rentabilidade, ou retornos mais positivos, do que a carteira teórica de ativos que compõem o Índice Bovespa.

Do total da amostra, apenas 243 emissões apresentaram dados suficientes para a comparação entre os Retornos do Preço da Ação, e o Retorno Ibovespa. Assim como foi identificado no Retorno de Mercado, há pouca diferença em termos de quantidade, embora a maioria das empresas apresente RI mais alto (133 empresas) do que RM no período coletado.

Gráfico 6: Relação entre retorno do preço da ação e retorno Ibovespa



A Revisão dos Preços (RV) é outra variável analisada, e busca identificar a tendência das ações em manterem um preço mediano em relação aos preços anunciados nos Prospectos Preliminares, divulgados pelas próprias empresas ou pelos Bancos responsáveis pela abertura de capital.

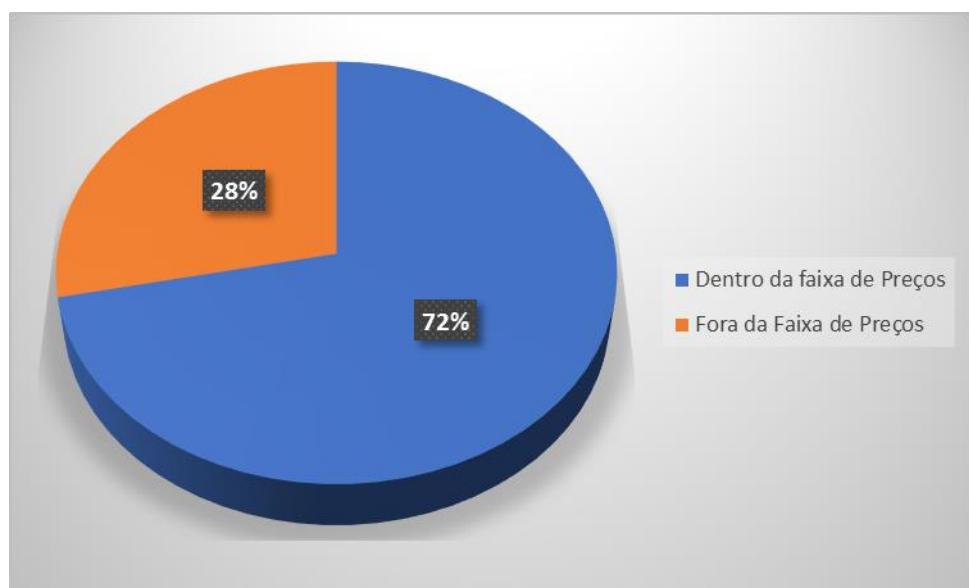
A Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, esclarece a questão da obrigatoriedade da divulgação do Prospecto Preliminar. O documento afirma que as organizações não são forçadas a divulgar tais prospectos. Porém, diante da não divulgação desse tipo de documento, a empresa, ou os responsáveis pela oferta, devem divulgar o Prospecto Definitivo pelo menos cinco dias úteis antes do prazo inicial para o recebimento da oferta.

Durante a coleta de dados, percebeu-se que as empresas não cumprem com a Instrução da CVM. Poucas divulgaram Prospectos Preliminares, e as que divulgaram apenas Prospectos Definitivos, não procederam de acordo com o prazo imposto pela Comissão de Valores Mobiliários.

Do total de 268 emissões, primárias e secundárias, apenas 147 apresentaram Prospectos Preliminares. Destas, só 99 apresentaram dois valores em seus documentos, estabelecendo uma faixa de preço para o investidor. As outras 48 empresas que divulgaram Prospectos Preliminares apresentaram apenas um valor esperado para a ação, não estipulando uma faixa de preço esperada para a ação.

Das 99 emissões válidas para o cálculo da Revisão dos Preços, 28 delas apresentaram, no Prospecto Definitivo, preços fora da faixa estipulada pelo Prospecto Preliminar, como pode ser observado no Gráfico 7.

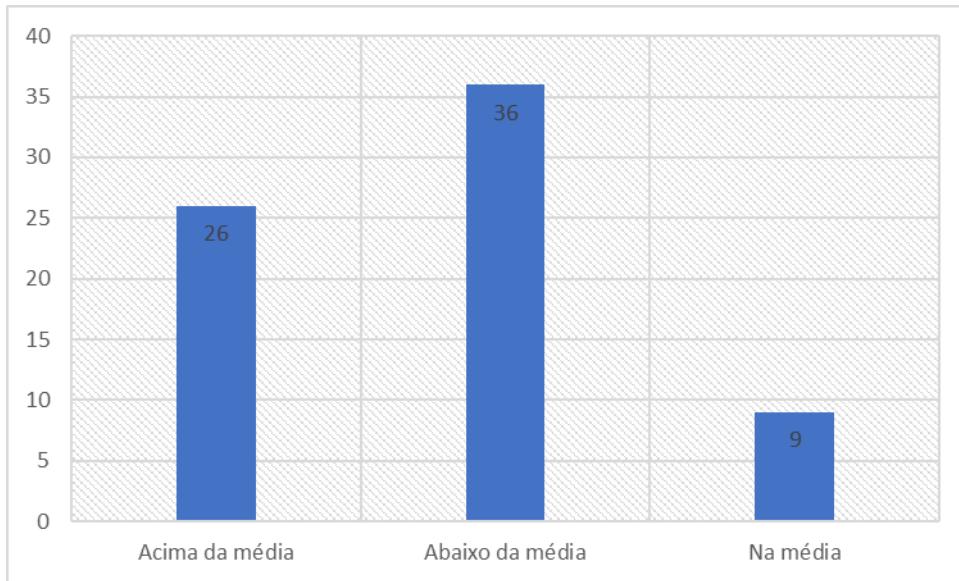
Gráfico 7: Quantidade de emissões dentro e fora da faixa de preços estipulada



Dos 28 lançamentos ocorridos fora da faixa de preços, 21 apresentaram preços abaixo da faixa estabelecida, enquanto apenas 7 divulgaram preços acima da faixa de preços divulgada anteriormente.

As outras 71 emissões apresentaram preços dentro da faixa de valores divulgada no Prospecto Preliminar. Destas, 26 emissões apresentaram, no Prospecto Definitivo, preços acima da média dos preços preliminares, e 36 divulgaram preços abaixo da média, embora dentro da faixa de preços já estipulada. Apenas nove emissões apresentaram a média como sendo o preço final divulgado no Prospecto definitivo, como divulgado no Gráfico 8.

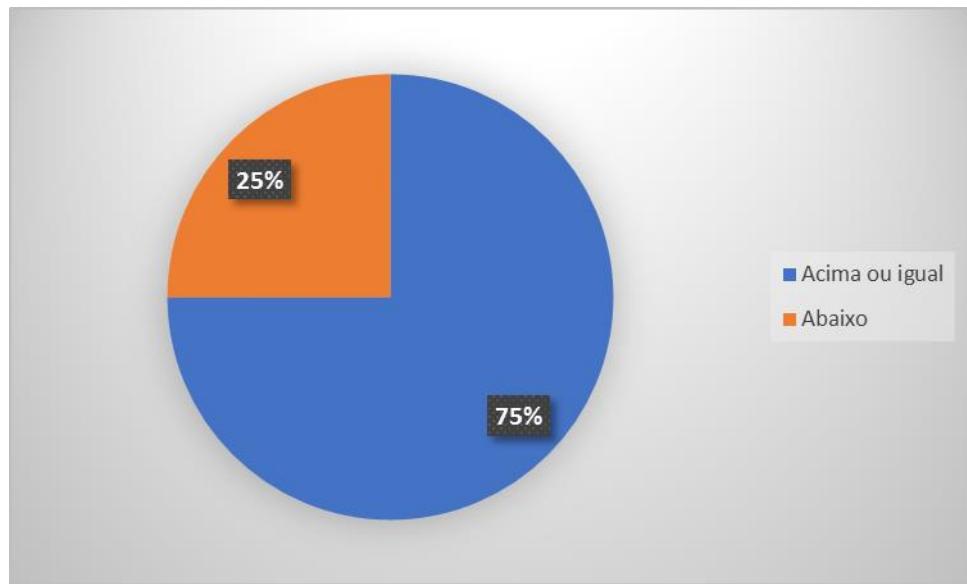
Gráfico 8: Emissões dentro da faixa de valores estipulada nos prospectos preliminares



Das 99 emissões utilizadas para o cálculo da variável, apenas 20 apresentaram preços de abertura maiores ou iguais aos divulgados pelo Prospecto Definitivo, enquanto as outras 79 evidenciaram preços muito abaixo dos anunciados. Como apresentado anteriormente, o Retorno da Ação é positivo na maioria dos casos, o que pode indicar que os preços divulgados na data do início das negociações tendem a subir para alcançarem os preços dos Prospectos definitivos.

Das 48 emissões que apresentaram Prospectos Preliminares com apenas um valor para o preço das ações, apenas 12 publicaram, no Prospecto Definitivo, valores abaixo dos já divulgados anteriormente. As outras 36 emissões veicularam preços acima ou iguais aos revelados pelo Prospecto Preliminar, como evidenciado no Gráfico 9.

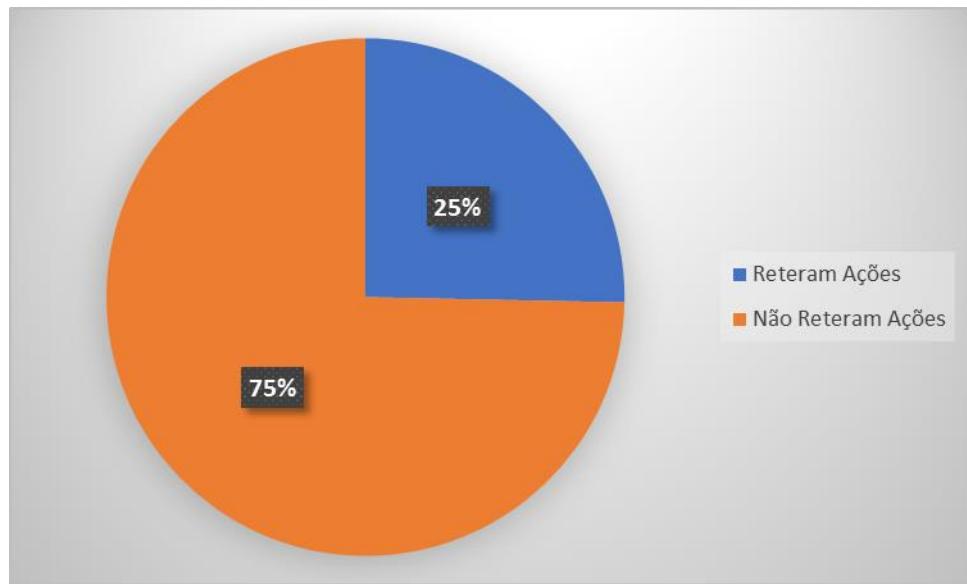
Gráfico 9: Porcentagem de emissões que apresentaram apenas um preço no prospecto preliminar.



Das 268 ofertas públicas presentes na amostra, 233 divulgaram, em reais, o montante de Ações Retidas (Ações em Tesouraria) dentro do total de Ações Ofertadas. Configuram-se como ações retidas as ações que foram emitidas por uma companhia, e posteriormente recompradas, no mercado, pela mesma companhia. As empresas costumam reter ações para auxílio em programas de incentivo de empregados. Além disso, as Ações Retidas pela empresa podem ser utilizadas como forma de remuneração para os acionistas da companhia, ou podem ser revendidas no futuro.

Do total de 233 empresas que divulgaram o montante de Ações Ofertadas e Retidas, 174 organizações não detiveram ações, o que significa que todas as emissões foram negociadas na Bolsa. As outras 59 companhias retiveram uma porcentagem das ações que ofertaram, como pode ser observado no Gráfico 10.

Gráfico 10: Porcentagem de ações retidas e ofertadas



A média de ações retidas pelas empresas é de 0,022. Ou seja, do total de ações emitidas, as empresas costumam reter cerca de 2% do total de ações ofertadas. A mediana da proporção entre ações retidas e ofertadas é de 0,008, e o desvio padrão é de 0,07.

De acordo com a análise dos dados, não se pode afirmar que exista relação entre os retornos da ação no dia do início das negociações e o fato da empresa reter ações. Isso quer dizer que as emissões não sofrem impacto no preço de abertura se a companhia costuma reter ações.

O Retorno Acumulado (RA) leva em conta o preço da ação 15 dias antes da emissão subsequente, e o preço no dia anterior ao lançamento das novas ações. Esse Retorno reflete a expectativa do mercado em relação à ação, e se o mercado aceita bem o preço divulgado na data do início das negociações.

Quanto aos Retornos Acumulados, da amostra de emissões subsequentes contendo dados suficientes, 56 emissões (42%) apresentaram retornos positivos, indicando que das ações emitidas apresentaram alta no preço quando a data do SEO estava próxima. Por consequência, 75 emissões (58%) exibiram retornos negativos, indicando que a expectativa do mercado costuma ser baixa para as emissões subsequentes, como prediz Gonçalves Filho e Bispo (2013).

Das emissões que apresentaram dados suficientes para o cálculo da variável, 75 exibiram, na data do início das negociações, preços abaixo dos apresentados no dia anterior à negociação. Outras 44 emissões abriram o dia de negociações com preços acima dos vistos no

dia anterior ao início das transações, corroborando com a afirmação de que a expectativa do mercado é baixa quando há emissão de ações subsequentes.

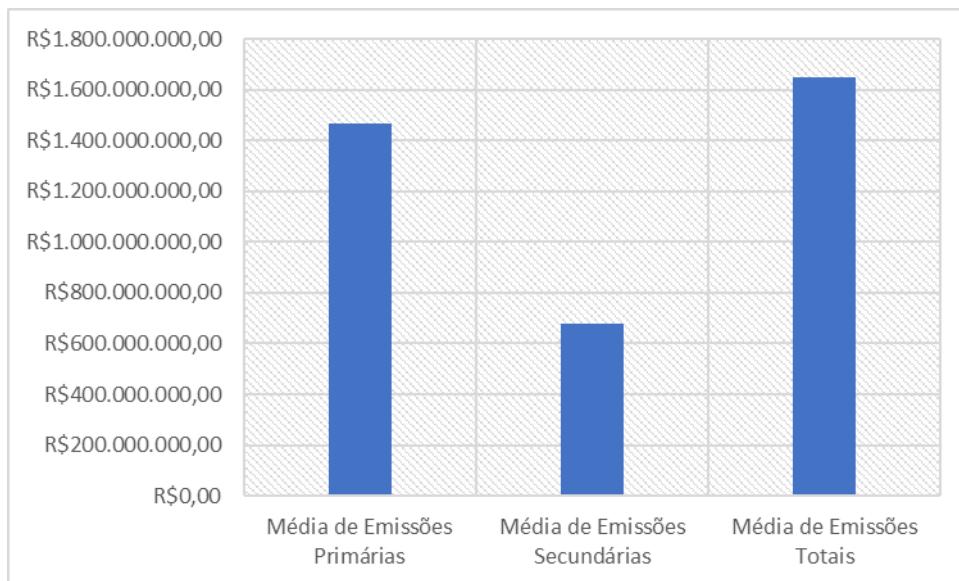
Outra hipótese proposta pelo estudo é a de que Ofertas Públicas Iniciais apresentam, em média, preços aparentemente inferiores do que um preço justo de mercado e, portanto, produzem retornos iniciais positivos em relação ao retorno de mercado.

Diante da análise dos retornos, a hipótese é aceita, uma vez que a maioria dos Retornos do Preço da Ação são positivos, o que indica que há uma tendência de alta no preço das ações no dia do início da negociação. Além disso, a tendência é que a ação permaneça com retornos positivos até um mês após o início das negociações, como evidenciado na análise do Momento.

#### 4.4 Outros indicadores

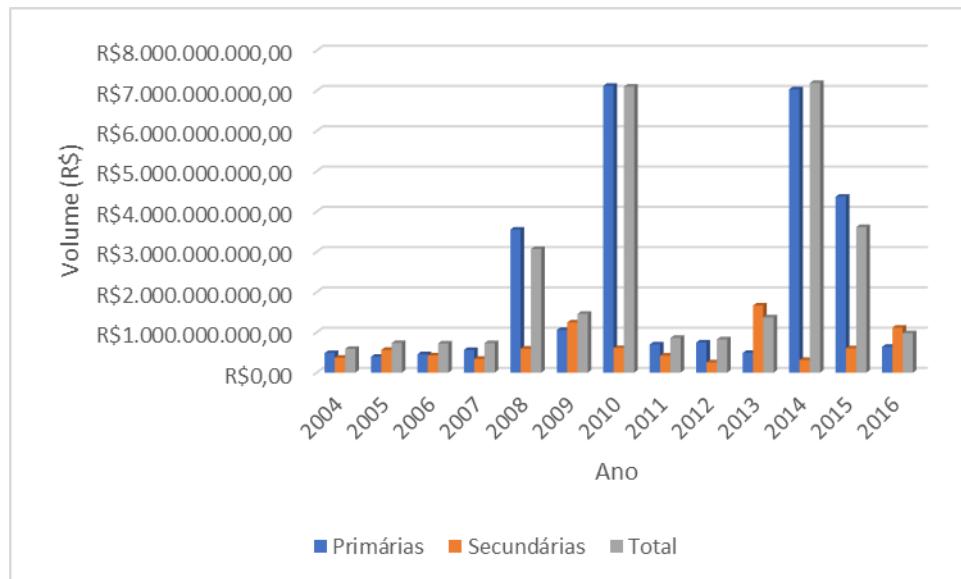
O volume médio de emissões primárias, segundo a B3, foi de R\$ 1.468.527.907,00, enquanto o volume médio de emissões secundárias foi de apenas R\$ 675.920.033,00 (Gráfico 11). A exploração do dado permite deduzir que as empresas costumam lançar um volume maior de ações em sua oferta pública inicial e um volume menor em suas emissões subsequentes. O volume médio de emissões totais (primárias, secundárias, primárias e secundárias) foi de R\$ 1.649.077.941,00.

Gráfico 11: Volume médio de IPO's, SEO's e emissões totais



O Gráfico 12 representa o volume médio, em reais, de emissões primárias, secundárias e totais por ano. Nota-se que os anos de 2010 e 2014 apresentaram as maiores médias de volume negociado. Percebe-se também que o ano de 2007, mesmo sendo considerado o ano com maior número de emissões, possui a média de volume negociado baixa.

Gráfico 12: Média de volume negociado por ano em emissões primárias, secundárias e totais



Quanto à participação dos investidores, A B3 a classifica esses investidores em quatro grupos, são eles: Varejo, Institucional, Estrangeiros e Outros. O grupo de Varejo é composto por pessoas físicas que operam na bolsa, enquanto o Institucional é formado por pessoas jurídicas, ou seja, por empresas que por determinação governamental são obrigadas a investir parte do capital no mercado de ações. A categoria Estrangeiros é composta por investidores de fora do país, e o grupo Outros engloba os investidores que não se encaixam em nenhuma das outras três categorias. A seguir, o Gráfico 13 demonstra a média da distribuição da participação dessas esferas de investimento.

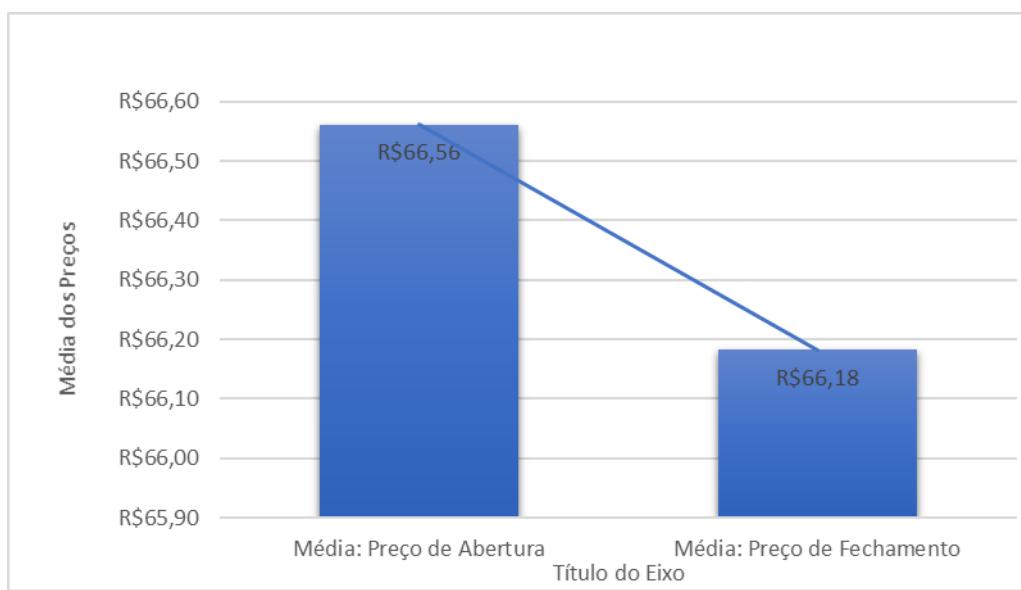
Gráfico 13: Média da distribuição da participação das categorias de investidores



Do total da amostra, apenas cinco empresas não possuem dados referentes à participação dos investidores. Percebe-se um grande investimento do capital estrangeiro no mercado de ações brasileiro. As empresas também são responsáveis por grande parte do investimento nas emissões, como pode ser visto no Gráfico 13.

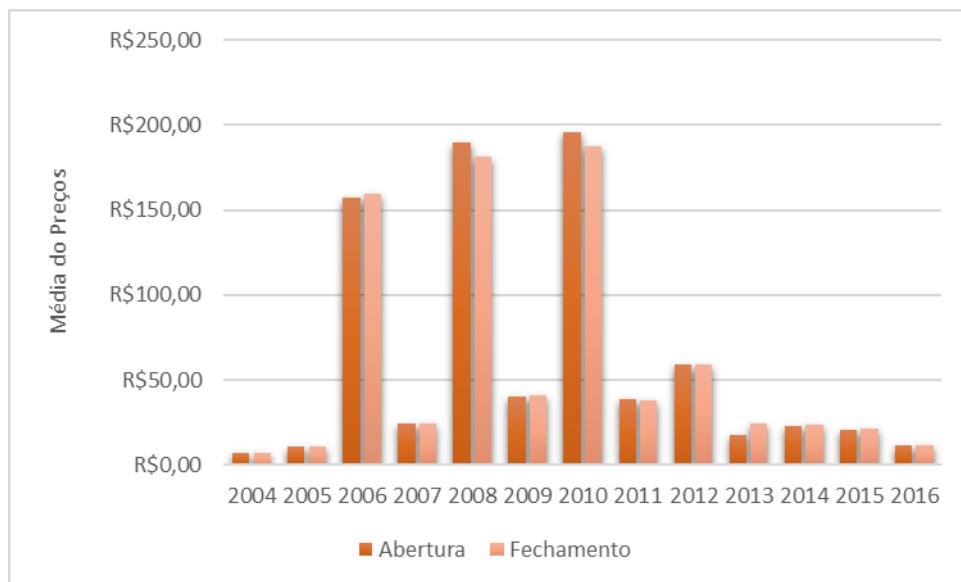
A média dos Preços de Abertura na data do início das negociações é R\$66,56, enquanto a média dos Preços de Fechamento na mesma data é R\$66,18. Nota-se que as quedas foram mais acentuadas do que a alta nos preços, como esclarece o Gráfico 14.

Gráfico 14: Média total dos Preços de Abertura e Fechamento



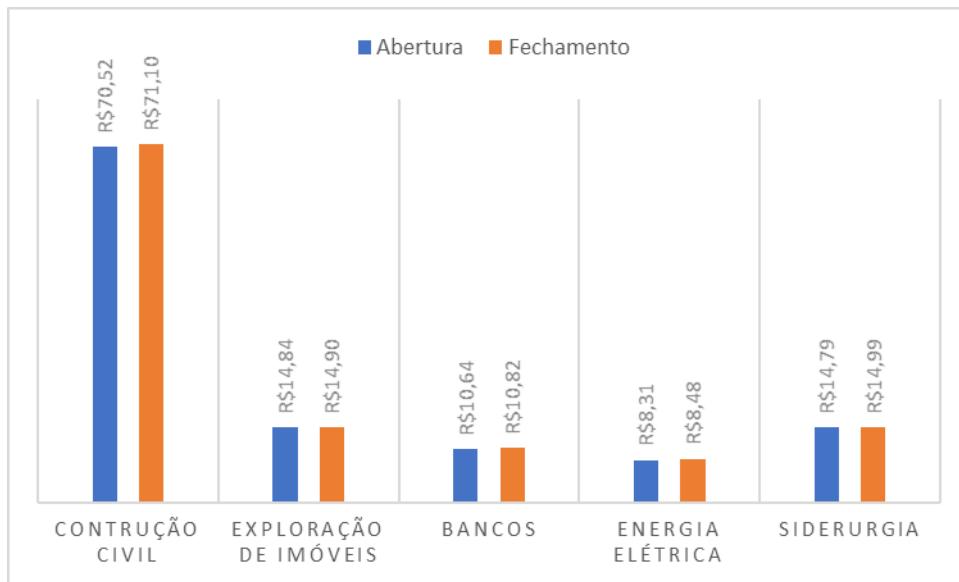
Apesar de a média geral considerar que houve queda na média dos preços de fechamento das emissões, apenas cinco dos 13 anos presentes na amostra apresentaram queda no fechamento dos preços, foram eles: 2004, 2008, 2010, 2011 e 2016. A média do preço de fechamento menor que a média do preço de abertura não implica em retornos negativos, mas em quedas no preço da ação mais acentuadas do que o aumento. O Gráfico 15 ilustra as diferenças nas médias dos preços de abertura e fechamento a cada ano.

Gráfico 15: Média dos Preços de Abertura e Fechamento a cada ano



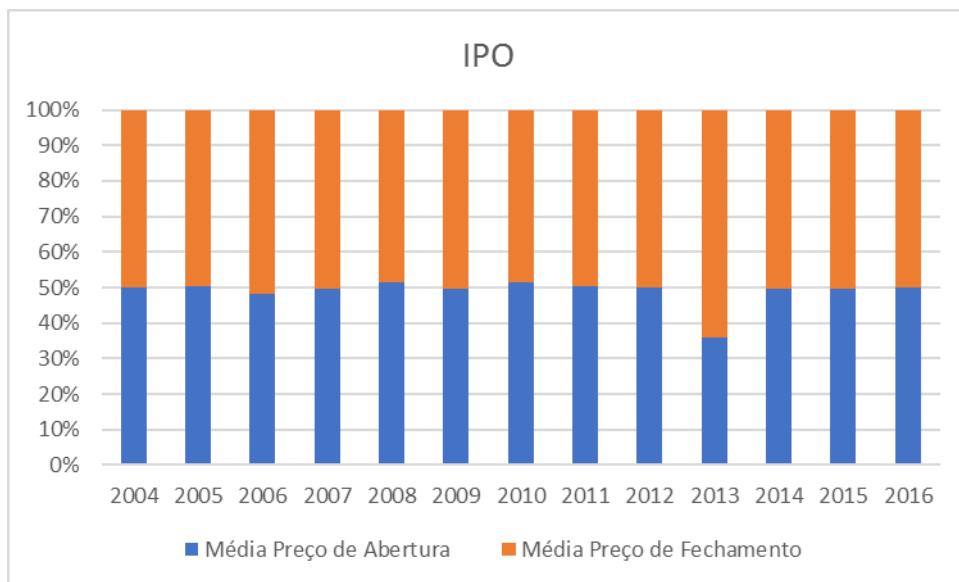
Considerando a análise de preço de abertura e fechamento dos cinco setores mais representativos da amostra, ou seja, os cinco setores que mais emitiram ações, todos eles apresentaram uma alta na média dos preços. O Gráfico 16 ilustra esses setores e a média dos preços de fechamento e abertura.

Gráfico 16: Média dos Preços de Abertura e Fechamento por setor



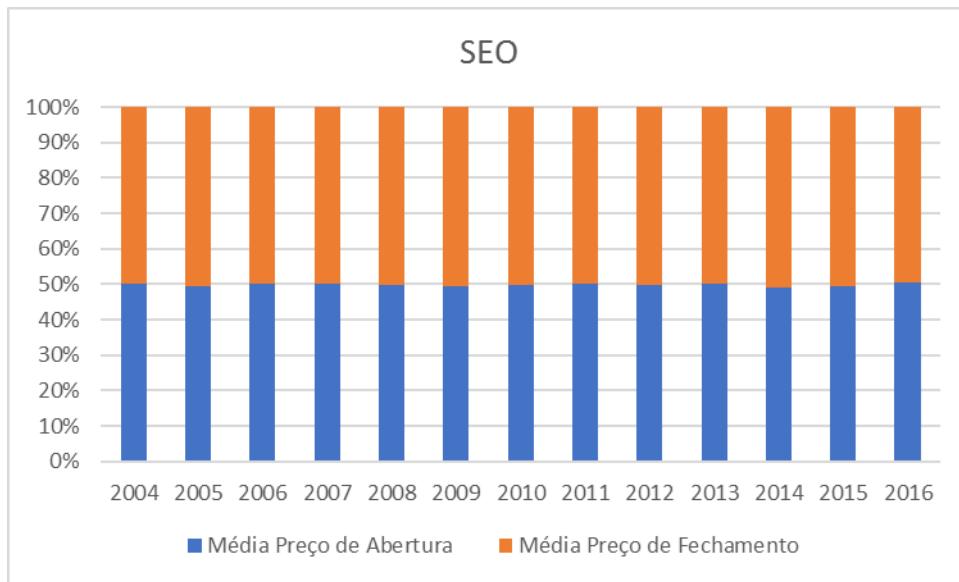
Observando-se a média dos preços de abertura e de fechamento na data do início das negociações, percebe-se que os preços são estáveis nos IPO's, embora os preços de fechamento sejam maiores na maioria dos casos, como pode ser observado no Gráfico 17.

Gráfico 17: Média dos Preços de Abertura e Fechamento em IPO's



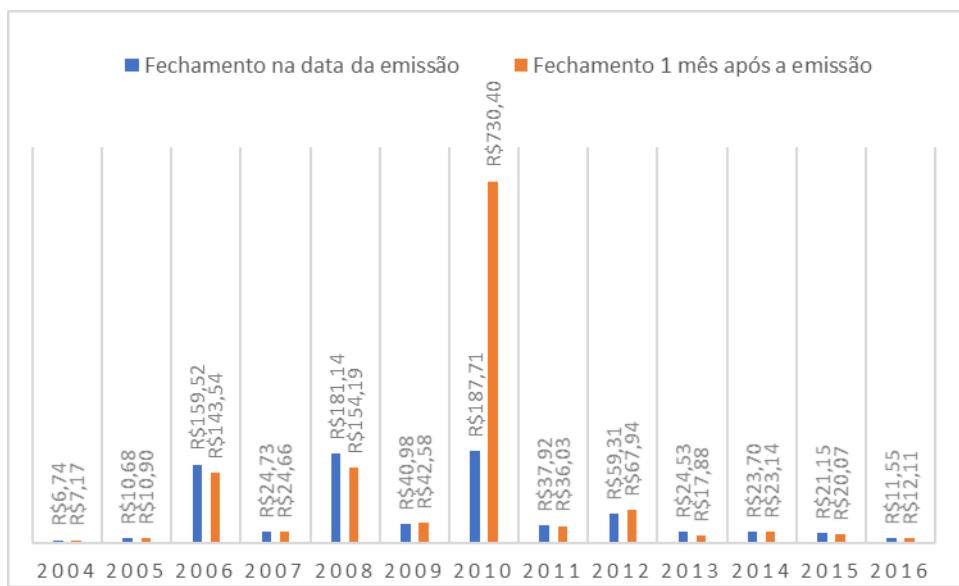
Em SEO's, a média dos preços é ainda mais estável do que em IPO's, como pode ser visto no Gráfico 18. Apesar de a média ser mais estável, observa-se um aumento no preço de fechamento na data da emissão em 10 dos 13 anos englobados pela amostra, se comparado ao preço de abertura na data de lançamento das ações.

Gráfico 18: Média do Preços de Abertura e Fechamento em SEO's



Do total de emissões da amostra, apenas 27 não divulgaram o preço de fechamento da ação 1 mês após a emissão. Comparando o preço de fechamento na data de emissão e o preço de fechamento um mês após o início das negociações, percebe-se um aumento do preço em apenas 5 dos 13 anos que compõem a amostra, como mostra o Gráfico 19.

Gráfico 19: Média dos Preços de Fechamento na data da emissão e 1 mês após a emissão a cada ano



A média dos preços de fechamento um mês após o início das emissões tem comportamento distinto quanto a emissões primárias e subsequentes. O Gráfico 20 demonstra o comportamento dos IPO's, e o Gráfico 21 o comportamento dos SEO's, se comparado à média dos preços de abertura e fechamento da data do início das negociações.

Gráfico 20: Comportamento da média dos Preços de Abertura, Fechamento, e Fechamento 1 mês após a emissão em IPO's

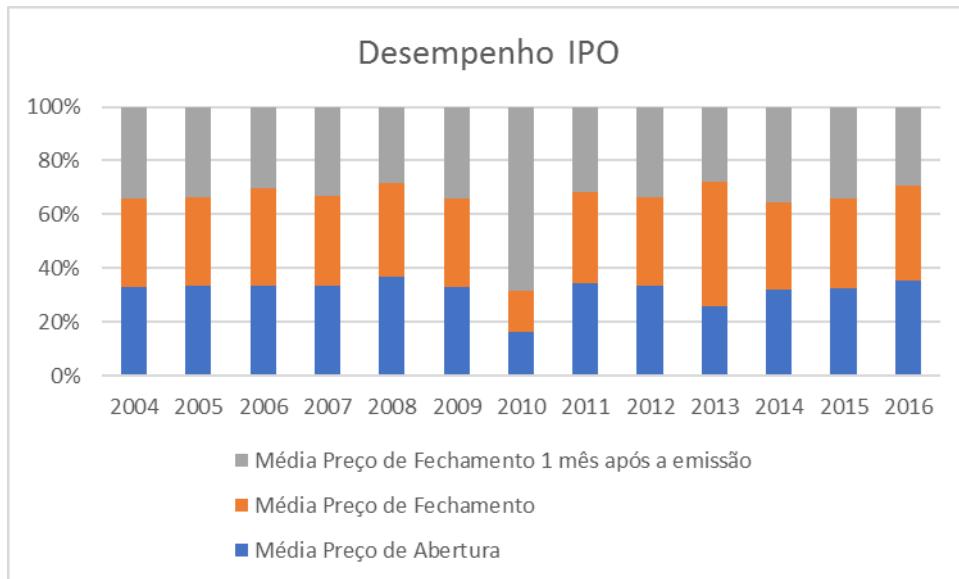
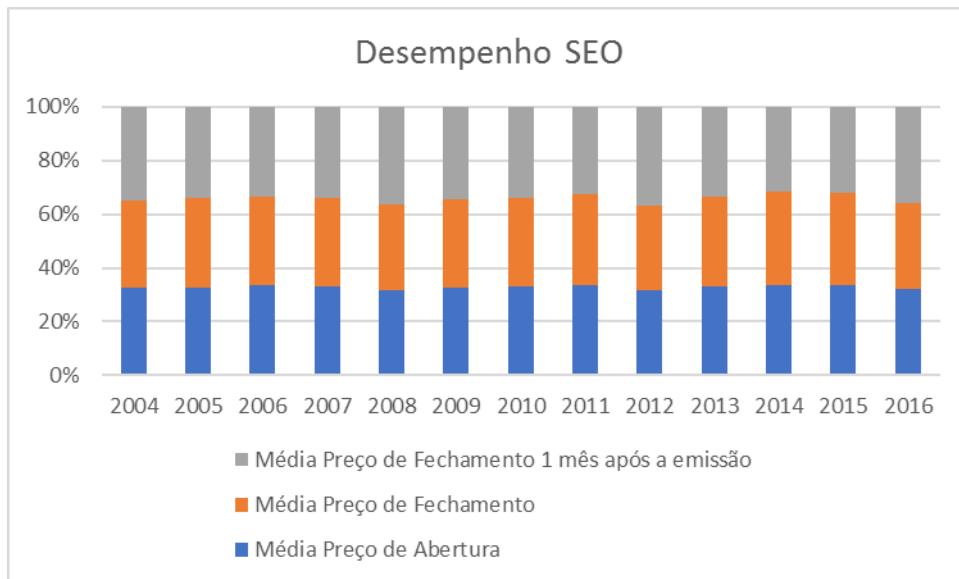


Gráfico 21: Comportamento da média dos Preços de Abertura, Fechamento, e Fechamento 1 mês após a emissão em SEO's

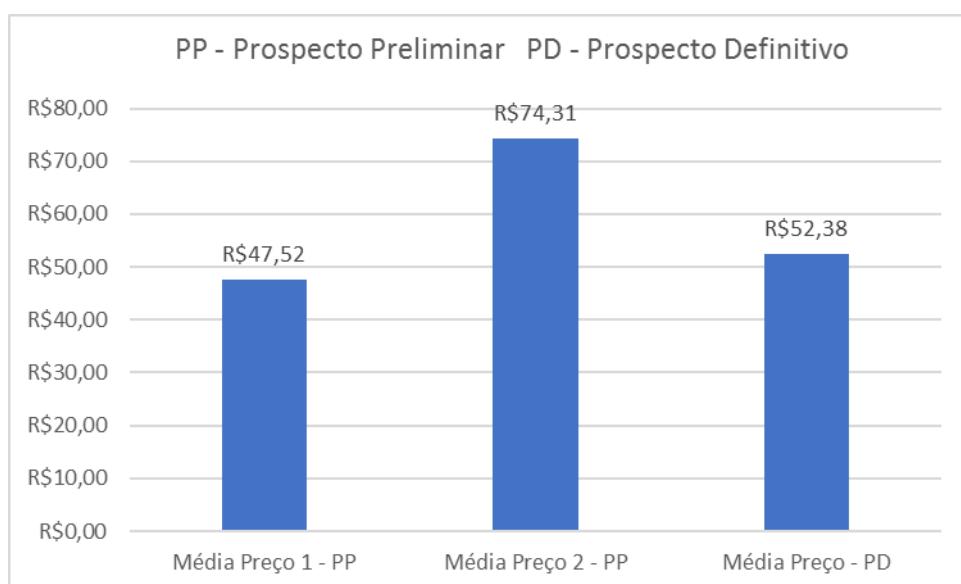


Os preços são mais instáveis quando se trata de emissões primárias, sugerindo que os preços se modificam mais quando se referem a ações emitidas pela primeira vez. Em emissões subsequentes, os preços são mais estáveis, como pode ser observado no Gráfico 21. Nas emissões primárias, sete dos 13 anos que compõem a amostra apresentaram alta no preço de fechamento 1 mês após a emissão das ações se comparados ao preço de fechamento no dia

do lançamento. As emissões secundárias apresentaram alta nos preços de fechamento após 1 mês em 10 dos 13 anos da amostra.

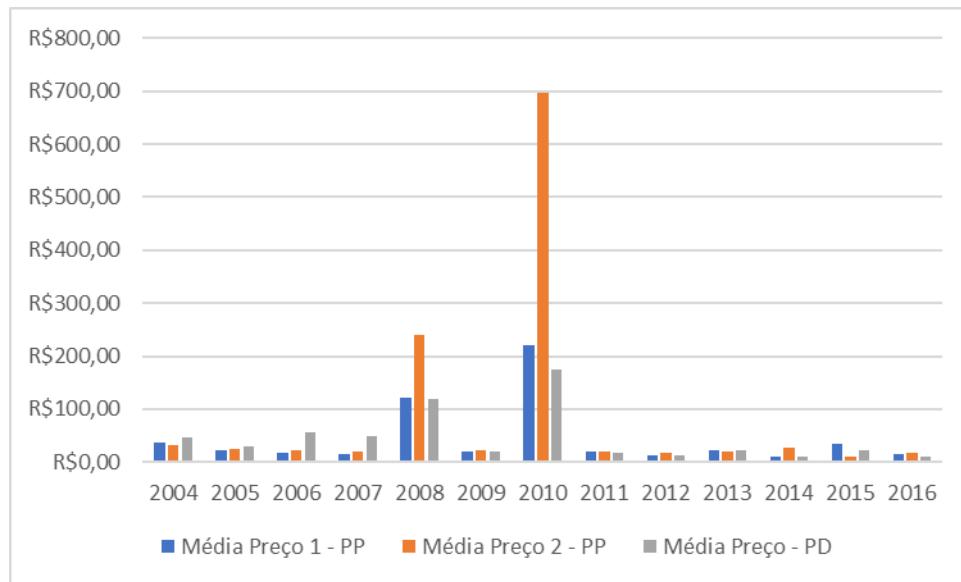
A maioria dos Prospectos Preliminares apresenta uma faixa de preços que representa a margem de preço da ação. Os dois preços presentes no prospecto preliminar apresentaram médias de R\$47,52 e R\$74,31. Já o Prospecto Definitivo apresenta apenas um valor para o preço da ação, e sua média foi de R\$52,38, como pode ser demonstrado no Gráfico 22. Observa-se que o preço encontrado no Prospecto Definitivo está entre os valores divulgados no Prospecto Preliminar considerando o total da amostra.

Gráfico 22: Médias dos Preço dos Prospectos Preliminares e Definitivos



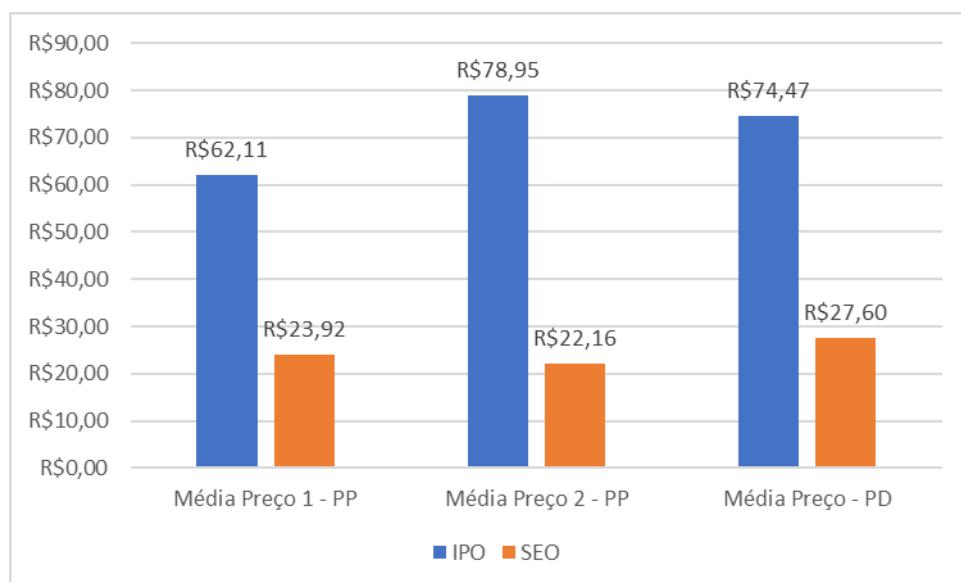
Essas três categorias de Preços apresentam comportamento distinto do geral, demonstrado no Gráfico 22, em oito dos 13 anos que compõem a amostra. Em cinco dos 13 anos nota-se que a média dos Preços dos Prospectos Definitivos está entre a média dos Preços dos Prospectos Preliminares, enquanto no restante dos anos, a média de Preços dos Prospectos Definitivos é maior que a média dos Preços dos Prospectos Preliminares. O Gráfico 23 Ilustra a média dessas três categorias de Preços a cada ano presente na amostra.

Gráfico 23: Médias dos Preço dos Prospectos Preliminares e Definitivos a cada ano



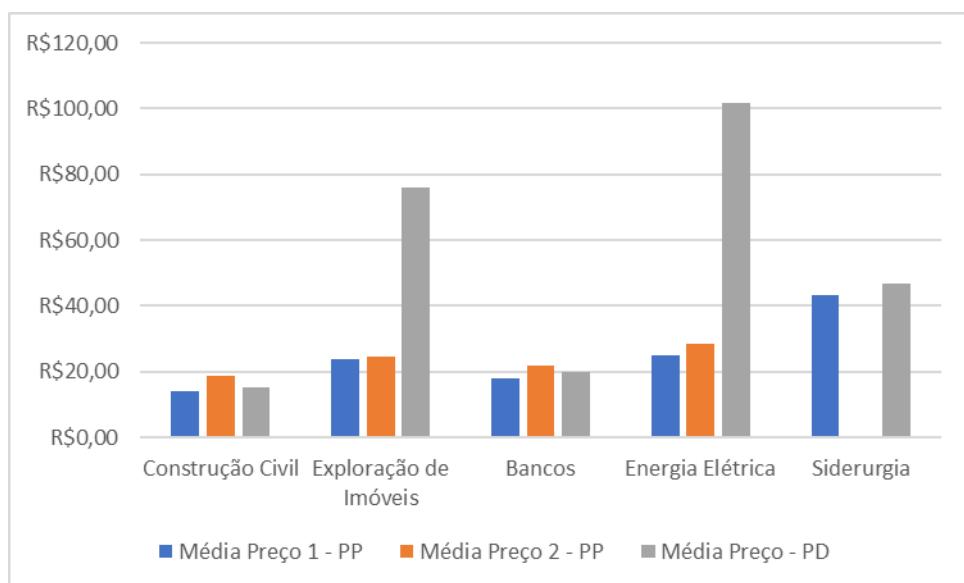
O comportamento dos Preços dos prospectos apresenta o mesmo comportamento do geral em IPO's, uma vez que a média dos preços dos Prospectos Definitivos está situada entre a média dos preços divulgados nos Prospectos Preliminares. Em SEO's, a média dos preços apresenta comportamento distinto do geral. Em emissões subsequentes, a média dos preços divulgados no Prospecto Definitivo é maior que a média dos preços divulgados nos Prospectos Preliminares. Além disso, nota-se, pelo Gráfico 24, que as médias dos preços em SEO's são consideravelmente menores que as médias dos preços em IPO's.

Gráfico 24: Média dos Preços dos Prospectos em IPO's e SEO's



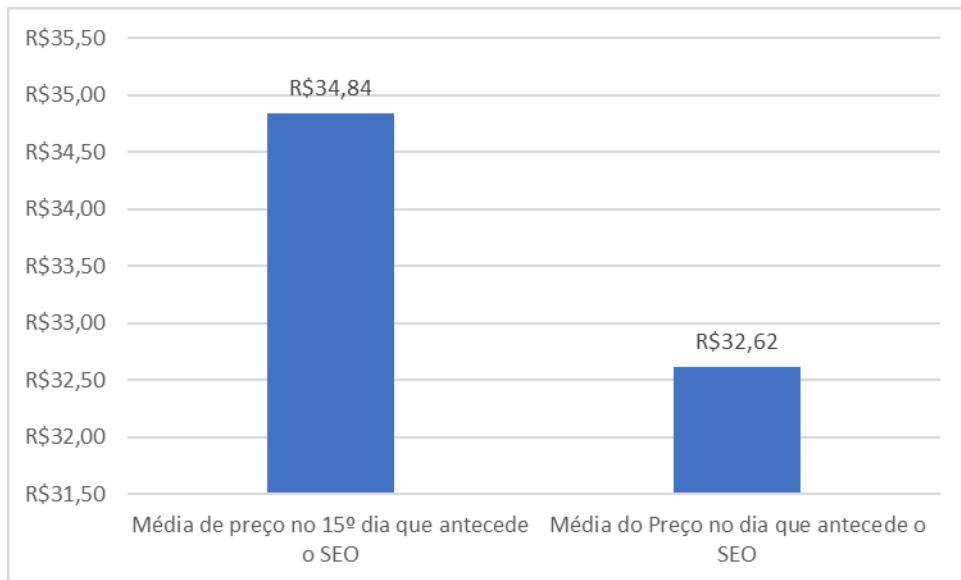
Os cinco setores mais representativos da amostra apresentaram os dois comportamentos identificados, conforme Gráficos 22, 23 e 24. Os setores de Construção Civil e Bancos apontaram a média dos preços dos Prospectos Definitivos na faixa delimitada pelas médias dos preços divulgados nos Prospectos Preliminares. Os setores de Exploração de Imóveis e Energia Elétrica evidenciaram a média dos preços dos prospectos definitivos maior do que as médias dos preços divulgados nos Prospectos Preliminares. O setor de Siderurgia não contém dados suficientes para a comparação, como pode ser observado no gráfico 25.

Gráfico 25: Média dos Preços dos Prospectos por setor



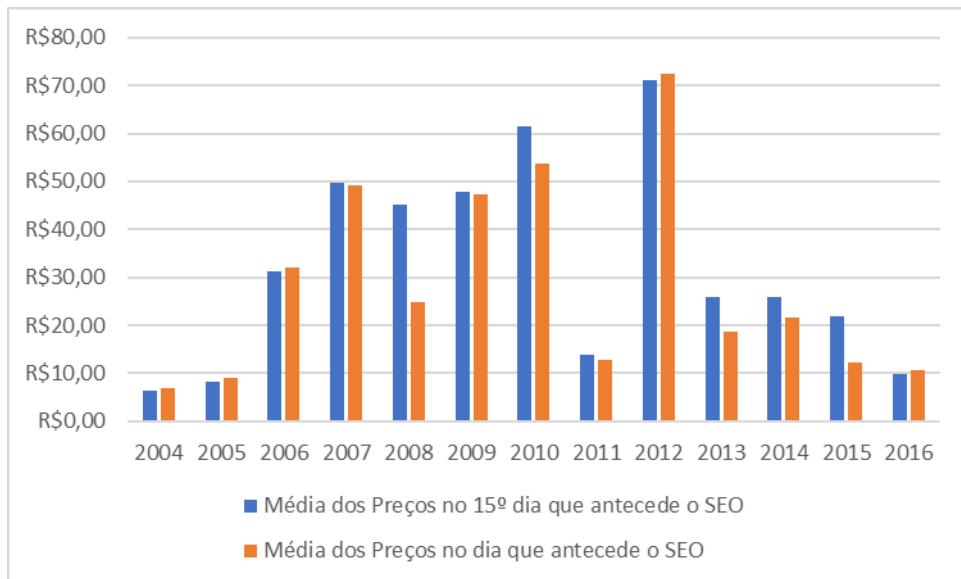
Quanto a emissões subsequentes, a presente pesquisa averiguou o comportamento dos preços da ação 15 dias antes da emissão das novas ações, e um dia antes do lançamento. Como o Gráfico 26 ilustra, houve uma baixa na média dos preços conforme a data de emissão se aproximava.

Gráfico 26: Média do Preços de Fechamento anteriores à emissão de ações subsequentes



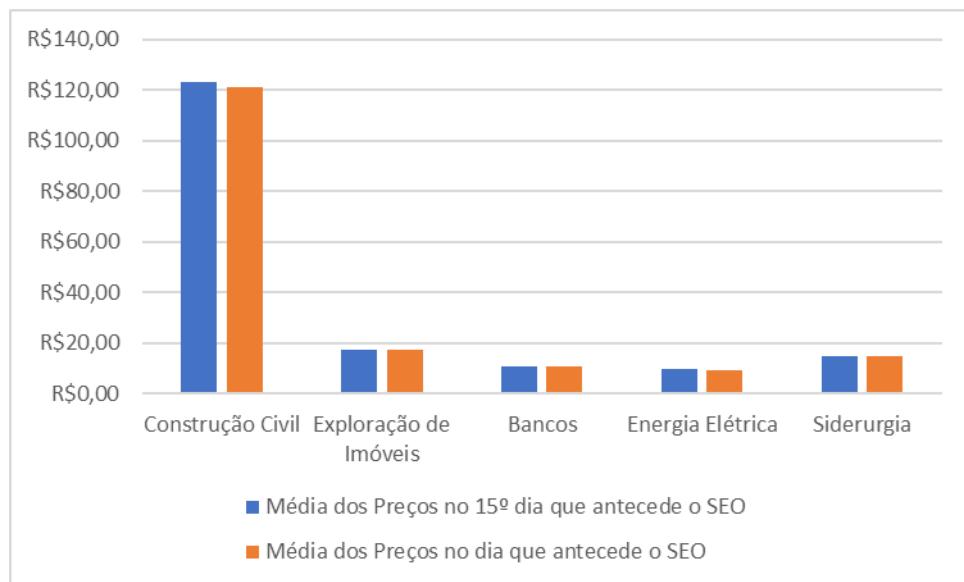
As médias dos preços anteriores às emissões subsequentes apresentam o mesmo comportamento do geral, demonstrado no Gráfico 26, em nove dos 13 anos utilizados na amostra. O Gráfico 27 ilustra as médias dos preços anteriores às SEO's a cada ano.

Gráfico 27: Média dos Preços anteriores às emissões subsequentes a cada ano



Dos cinco setores mais representativos da amostra, três deles apresentaram baixa na média do preço da ação quando a data da emissão se aproximava. Além disso, como pode ser visto no Gráfico 28, o setor de Construção Civil ostenta a maior média de preços que antecedem o dia da emissão da amostra.

Gráfico 28: Média dos Preços anteriores às emissões subsequentes por setor



## 5 CONCLUSÃO

O presente trabalho objetivou a identificação de características das organizações que emitiram ações entre os anos de 2004 e 2016, segundo a B3. A pesquisa evidenciou as Teorias do Ciclo de Vida Organizacional e do *Market Timing* para a consequente análise dos aspectos das companhias.

A pesquisa identificou que as empresas que costumam emitir ações tem até 40 anos de idade, sendo raras as emissões depois dessa fase. Assim, permite-se concluir que as companhias lançam ações na fase do ciclo de vida organizacional denominado “crescimento”, buscando financiamento para novos projetos e consequente expansão.

Há anos em que existe grande quantidade de emissões, identificados neste estudo como períodos de emissões quentes. O trabalho constatou que esses períodos existem, mas não encontrou relação com nenhuma das variáveis coletadas para a pesquisa. Assim, nota-se que as temporadas de emissões quentes não podem ser explicadas pela sobrevalorização dos preços, nem pelo aumento de volume nas negociações.

O estudo também comprovou que as empresas lançam ações abaixo do preço de mercado, uma vez que os retornos calculados foram, em sua maioria, positivos. A maior parte das ações lançadas pelas empresas apresentam preços de abertura abaixo dos preços divulgados nos prospectos, permitindo entender os motivos pelos quais os retornos são positivos, já que há uma expectativa do mercado para que os preços cheguem ao preço de divulgação do prospecto.

O trabalho identificou, ainda, que as empresas costumam lançar um volume maior de ações em sua oferta pública inicial e um volume menor em suas emissões subsequentes. Além disso, a pesquisa apontou um grande investimento do capital estrangeiro no mercado de ações brasileiro, uma vez que a maioria das emissões é distribuída para investidores de fora do país. As empresas também são responsáveis por grande parte do investimento nas emissões.

Quanto aos preços de abertura e fechamento, o presente estudo identificou que as quedas nesses preços costumam ser mais acentuadas que os aumentos. Em emissões primárias e subsequentes, os preços apresentam pouca variação.

Em apenas cinco dos 13 anos da amostra houve aumento na média dos preços de fechamento 1 mês após a emissão das ações. Os preços de fechamento um mês após o lançamento costumam variar mais quando se trata de emissões primárias. Em emissões subsequentes, os preços são mais estáveis.

Além disso, observou-se uma tendência de a média dos preços dos prospectos definitivos permanecer na faixa das médias dos preços dos prospectos preliminares. Quando isso não ocorre, a média dos preços dos prospectos definitivos é maior que a margem definida pelas médias dos preços dos prospectos preliminares.

O trabalho mostrou-se útil para a compreensão das características das empresas, bem como para a identificação das peculiaridades que a empresa necessita ter na abertura de capital, e do comportamento dos preços.

As companhias devem entender que os preços divulgados nos prospectos preliminares e definitivos podem não ser refletidos no preço de abertura, embora auxilie no retorno positivo do preço da ação.

Para estudos posteriores, outras técnicas de tratamento de dados podem ser utilizadas, para a consequente identificação da relação entre as variáveis e explicação das características identificadas, principalmente relacionadas ao *Market Timing* e ao retorno dos preços.

## 6 REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, D., AFONSO, L., CAPPARELLI, G., & dos SANTOS, A. (2010). 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, XXXVIII, 2010. Salvador. *Anais...* Salvador: 2010.
- BENNINGA, S. HELMANTEL, M. SARIG, O. The Timing of Initial Public Offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 75, p. 115-132, 2005.
- BEUREN, Ilse Maria; RENGEL, Silene; HEIN, Nelson. Ciclo de vida organizacional pautado no modelo de Lester, Parnell e Carraher (2003) e na lógica fuzzy: classificação de empresas de um segmento industrial de Santa Catarina. **Revista de Administração**, [s.l.], v. 47, n. 2, p.197-216, 2012.
- BM&FBOVESPA. **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil**. Disponível em <[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)>. Acesso em 27 de agosto de 2016.
- BOMFIM, L. P. M., JUNIOR, T. P., SANTOS, C. M. Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: Razões e Percepções. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 2, n. 4, p. 524-534, Outubro-Dezembro, 2007. Disponível em: [www.revistas.usp.br](http://www.revistas.usp.br).
- BRAU, J. FAWCETT, S. E. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. **The Journal of Finance**, v. LXI, n. 1, 2006.
- BRAU, James C.; RYAN, Patricia A.; DEGRAW, Irv. Initial Public Offerings: CFO Perceptions. **The Financial Review**, v. 41, n. 4, p.483-511, nov. 2006. Wiley-Blackwell.
- CAO, T. R., MONTEZANO, R. M. S. Oferta Pública Inicial de Ações e Desempenho das Empresas Brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v.6, n. 2, p. 160-178, Maio-Agosto, 2016.
- CHARCHAD, Gerson E. **A Triste História das Aberturas de Capital no Brasil**. Rio de Janeiro: UFRJ-Coppead, 2000.
- COSTA, V. S. I.; MACHADO, M. A. V. A Influência do Market Timing e do Estágio do Ciclo de Vida na Realização de Oferta Pública de Ações. **Revista de Administração da UFSM**, v. 9, n. 3, p. 520-536, 2016.
- DALFOVO, Michael Samir; LANA, Rogério Adilson; SILVEIRA, Amélia. Métodos quantitativos e qualitativos: um resgate teórico. **Revista Interdisciplinar Científica Aplicada**, Blumenau, v.2, n.4, p.01- 13, Sem II. 2008 ISSN 1980-7031
- DANI, A.c. et al. Effect of Market Timing in the Capital Structure of Latin America. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 6, n. 3, p.143-159, 22 set. 2016. Revista de Gestao, Financas e Contabilidade.
- FREZATTI, F.; RELVAS, T. R. S.; NASCIMENTO, A. R.; JUNQUEIRA, E. R.; BIDO, D. S. Perfil de planejamento e ciclo de vida organizacional nas empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 45, n. 4, art. 6, p. 383-399, 2010.
- GIOIELLI, S. P. O., CARVALHO, A.G., SAMPAIO, J.O. Capital de Risco e Gerenciamento de Resultados em IPO's. **Brasilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 32-68, Outubro-Dezembro, 2013. Disponível em: [www.spell.org.br](http://www.spell.org.br).
- GOMES, Fabrício Pereira; ARAÚJO, Richard Medeiros de. **Pesquisa Quanti-Qualitativa em Administração:** uma visão holística do objeto em estudo. Seminários em Administração, v. 8, 2005.

GONÇALVES FILHO, Ulisses Dias; BISPO, Oscar Neto de Almeida. O Impacto Das Emissões Públicas Subsequentes de Ações: Análise Comparativa entre as Distribuições Primárias e Secundárias. **Revista Mineira de Contabilidade**, Belo Horizonte, v. 5, n. 52, p.26-36, dez. 2013. Trimestral.

LEAL, Ricardo P. C. **Euforia, Timing e o Desempenho de Curto e Longo Prazo das Ofertas Públicas de Ações para Abertura de Capital no Brasil**. Rio de Janeiro: UFRJ- Coppead, 1993 (Tese, Doutorado, Mercado Primário de Ações/Mercado de capitais).

LEUSIN, L.; BRITO, R. Market timing e avaliação de desempenho dos fundos brasileiros. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, art. 2, p. 22-36, 2008.

LEZANA, Álvaro Guillermo Rojas; GRAPEGGIA, Mariana. Diagnóstico Da Fase Do Ciclo De Vida Organizacional. **Revista Produção**: Online, Florianópolis, v. 10, n. 10, p.1-19, ago. 2007. Mensal.

LUCINDA, C. R., SAITO, R. Formas de Financiamento das Empresas: um Modelo Teórico. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n.1, p. 51-71, Janeiro-Março, 2009.

MACHADO-DA-SILVA, Clóvis L.; VIEIRA, Marcelo Milano Falcão; DELLAGNELO, Eloise H. L.. **Ciclo de vida, controle e tecnologia**: um modelo para análise das organizações. **Organ. Soc.**, Salvador, v. 5, n. 11, p. 77-104, Abril, 1998.

MENDES, Eduardo Alexandre; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KAYO, Eduardo Kazuo. Estrutura de capital e janelas de oportunidade: testes no mercado brasileiro. **RAM, Rev. Adm.** Mackenzie (Online). 2009, vol.10, n.6, pp.78-100.

NÓBREGA, M. et al. **O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil**. São Paulo: Bovespa, 2000. Disponível em

OLIVEIRA, Jair de; ESCRIVÃO FILHO, Edmundo. Ciclo De Vida Organizacional: Alinhamento Dos Estágios Das Pequenas Empresas Em Quatro Dimensões. **Revista Gestão Industrial**, v. 5, n. 1, p.155-176, 26 mar. 2009. Universidade Tecnologica Federal do Parana (UTFPR).

PALMIERI, A. R. T. L.; AMBROZINI, M. A. Impacto da Abertura de Capital no Custo da Dívida das Empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 27, n. 3, p. 124-142, 2016.

PAMPLONA, Edson de Oliveira; COELHO, Leonardo Henrique Rocha. IPO: Análise da Variação do Preço da Ação Pós-Lançamento no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO. **Anais...** Salvador, 2009. p. 0 - 10.

PEROBELLI, F. F. C. BRANDÃO, L. E. T., SOARES, T. A. Qual o melhor momento para a Abertura de Capital? **Nova economia** (Online), vol. 24, n. 2, p. 337-358, Maio-Agosto, 2014.

PROCIANOY, J. L. O Processo Sucessório e a Abertura de Capital nas Empresas Brasileiras: Objetivos Conflitantes. **Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo**, v. 34, n. 4, p. 74-84, Julho-Agosto, 1994.

RAJAN, R. G. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt. **The Journal of Finance**, v. XLVII, n. 4, Setembro, 1992.

RITTER, Jay R.. The Long-Run Performance of initial Public Offerings. **The Journal Of Finance**, v. 46, n. 1, p.3-27, mar. 1991.

ROSSI JR., J. L.; MAROTTA, M. Equity Market Timing: testando através dos IPOs no mercado brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 1, art. 117, p. 85-101, 2010.

SILVA, G. M.; EMMENDOERFER, M. L. Ciclo de vida das organizações, empreendedorismo e liderança administrativa: contribuições e reflexões para os estudos organizacionais. **Revista Ciências Administrativas**, v. 19, n. 1, p. 145-165, 2013.

SOUZA, Bruno Carlos de; NECYK, George Anthony; FREZATTI, Fábio. Ciclo de vida das organizações e a contabilidade gerencial. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 27, n. 1, p.09-22, 26 maio 2008. Universidade Estadual de Maringá.

STEFFEN, H. C., ZANINI, F. A. M. Abertura de Capital no Brasil: Percepções de Executivos Financeiros. **Revista de Contabilidade e Finanças da Universidade de São Paulo**, v. 23, n. 59, p. 102-115, Maio-Agosto, 2012.

VIEIRA, Valter Afonso. As Tipologias, Variações e Características da Pesquisa de Marketing. **Revista da Fae**, Curitiba, v. 5, n. 1, p.61-70, jan. 2002.

ZIERTH, Hugo Giuliano. **O underpricing das ofertas públicas iniciais de ações como consequência do ajuste parcial às informações públicas e privadas: uma análise empírica**. 2008. 76 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, Economia, Faculdade Ibmec, São Paulo, 2008..