

Área temática: Finanças.

Abertura de capital: uma análise dos IPOs ocorridas na BOVESPA no período de janeiro de 2004 a outubro de 2007.

AUTORES

LUCELLE BELO ÁVILA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA

lucelleba@yahoo.com.br

ALINE KIPPER STEFANELO

Universidade Federal de Santa Maria

alyneks@hotmail.com

ELIJEANE DOS SANTOS SALES

Universidade Federal de Santa Maria

elijeanesales@gmail.com

LEANDER LUIZ KLEIN

Universidade Federal de Santa Maria

kleinleander10@yahoo.com.br

KELMARA MENDES VIEIRA

Universidade Federal de Santa Maria

kelmara@smail.ufsm.br

Resumo:

A abertura das empresas para o mercado de capitais mostra-se como alternativa viável de captação de recursos. Assim procura-se avaliar as ofertas públicas iniciais ocorridas na BOVESPA no período entre 2004 e outubro de 2007. Analisa-se o momento da abertura, a partir dos montantes, da participação de corretoras e investidores e dos retornos iniciais. Em seguida avalia-se o comportamento de longo prazo comparando os retornos e riscos das empresas que abriram capital com aqueles do índice BOVESPA. No período houve um aumento muito expressivo do número de empresas que abriram capital e a maioria optou pelo Novo Mercado. O número médio de corretoras e o número de investidores também vêm aumentando expressivamente. No entanto, em média o total captado não cresceu na mesma proporção. O comportamento dos preços no primeiro dia mostra que as médias do retorno das empresas IPOs é superior às do Ibovespa. A divisão da variação em positiva, nula e negativa, indica que muitas empresas têm retorno negativo. Em termos de comportamento no longo prazo as empresas que abriram o capital no ano de 2004 e 2005 obtiveram mais sucesso. Ao passo que aquelas que abriram em 2006 e 2007 apresentaram maior instabilidade dos retornos.

Palavras-chave: Abertura de capital, IPOs, Variação.

Abstract:

The opening of businesses in the capital market reveals as alternative viable of capitation of resources. Thus demand to review initial public offerings occurred in the BOVESPA in the period between 2004 and October 2007. Analyzes-itself the moment of the opening, from the sums, of the participation of brokers and investors and of the initial returns. Then-evaluates whether the conduct of long-term comparing the returns and risks of companies

that has opened capital with those of the BOVESPA index. In the period had a very expressive increase of the number of companies that opened capital and most opted for the New Market. The medium number of brokers and the number of investors also comes increasing expressively. However, on average the total captured not increased by that amount. The behavior of prices on the first day shows that the average return of IPOs is top to the Ibovespa Index. The division of the variation in positive, null and negative indicates that many companies have negative return in terms of behavior in the long stated companies that have opened the capital in 2004 and 2005 have more success. While those that have opened in 2006 and 2007 had greater instability of returns.

Keywords: Opening of capital, IPOs, Variation.

Introdução

O advento da globalização, a reestruturação dos mercados e os novos desafios competitivos mudam o cotidiano dos cidadãos e das sociedades anônimas. Esse é o contexto econômico e político caracterizado por intensas transformações no modo de produção e nos padrões de competitividade, bem como mudanças na visão sobre mercados nacionais e internacionais, (VASCONCELLOS e GARCIA, 2004).

As organizações de hoje enfrentam o ambiente cada vez mais dinâmico e mutante. Isso faz com que elas se adaptem às novas condições. O conhecimento tecnológico torna uma empresa competitiva, e a busca permanente por criações e inovação cria as condições para que a empresa se mantenha competitiva ao longo do tempo, (ROBBINS, 2002). Inovar converteu-se em uma das principais armas de competição das empresas. Novos projetos e investimentos se fazem necessários, e para obtê-los novas fontes de financiamento são determinantes.

Buscar recursos somente em bancos é dispendioso, por isso novas formas de investimentos são indispensáveis. A abertura das empresas para o mercado de capitais mostra-se como uma forma possível de captação de recursos. Conforme Hess (1971) o mercado de capitais tem como função básica transferir para as empresas o “poder de compra” que aqueles que pouparam deixaram de exercer. Isto corresponde a dizer que a sua principal função é permitir a captação das poupanças individuais pelas empresas.

Neste contexto, as bolsas de valores fornecem o local no qual as empresas podem levantar novos recursos, através da venda de títulos, assim como compradores de títulos podem revendê-los quando necessário. Desta forma são responsáveis pela criação de mercados eficientes, que disponibilizam os recursos para serem usufruídos em usos mais produtivos (GITMAN, 2001).

Assim, a abertura de capital através de uma emissão pública de ações na BOVESPA, principal bolsa de valores brasileira, é uma alternativa para a busca dos recursos indispensáveis para dar sustentação aos projetos de investimentos das empresas. Nesse contexto, o presente trabalho busca avaliar os reflexos da abertura de capital e avaliar o comportamento dos preços das ações de companhias abertas brasileiras, mediante uma comparação com o Ibovespa.

1. Problema de pesquisa e objetivo

No país ainda são poucas as organizações que usufruem do mercado de capitais para deter capital, mas cada vez mais empresas estão buscando informações e conhecimentos sobre esse mercado.

A principal vantagem da abertura de capital é o acesso a maior volume de recursos, maior volume de capital. No entanto, tal abertura envolve o cumprimento de uma série de requisitos legais e um alto custo. Segundo cálculos da BOVESPA, manter a empresa no pregão custa pelo menos R\$ 300.000,00 por ano - quantia desembolsada no pagamento de taxas e divulgação do balanço, entre outras despesas. Além da transição para governança corporativa. Segundo informações da BOVESPA, contribuem ainda para a não utilização de tal recurso o desconhecimento, a falta de confiança no mercado de capitais e a cultura de mercado.

A despeito das dificuldades, nos últimos anos tem crescido o número de empresas dispostas a abrir seu capital. Neste contexto torna-se relevante entender o que acontece na oferta pública inicial e como se comportam os preços das ações das empresas que abrem capital ao longo dos primeiros anos.

Assim, este trabalho tem como objetivo principal analisar as ofertas públicas iniciais ocorridas na BOVESPA no período compreendido entre janeiro de 2004 e outubro de 2007. Para tanto se analisa o momento da abertura, através da determinação dos montantes, da participação de corretoras e investidores e dos retornos iniciais. E, em seguida avalia-se o comportamento dos preços nos períodos subsequentes comparando os retornos e riscos das

empresas que abriram capital com aqueles obtidos pelas empresas participantes do índice BOVESPA.

2. Revisão Bibliográfica

Para melhor compreensão do trabalho, esse capítulo objetiva elucidar os principais termos usados no mercado financeiro brasileiro, descrever sobre abertura de capital, vantagens e desvantagens desse processo.

2.1 Mercado de Capitais

A globalização e a interdependência econômica mundial exigem cada vez mais a competitividade entre as empresas. No entanto, essa característica pode ter alguns empecilhos quando se faz necessário os seus desenvolvimentos através do uso de financiamentos, sendo assim algumas organizações têm recorrido ao mercado financeiro em busca deste suporte.

Segundo Famá (2001) o alto custo de captação de recursos no país, os ineficientes sistemas tributários, aliados à falta de uma poupança interna no país, dificultam o financiamento das companhias brasileiras. Deste modo, o mercado de capitais aparece como alternativa para solucionar essas questões. Enquanto Pinheiro (2001) analisa que o surgimento do mercado de capitais deveu-se a necessidade de atendimento da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazo, custo e exigibilidade.

Na perspicácia de destacar a importância do mercado de capitais para a conjuntura econômica Gitman elucida que:

Os mercados de capitais são necessários para o crescimento do estoque de bens de capital na economia. Estes permitem que aqueles segmentos da economia que precisam de capital para adquirir instalações e equipamentos obtenham os fundos dos numerosos poupadores na economia. Permitem que indivíduos, empresas, governos, e instituições canalizem suas poupanças para empréstimos em longo prazo ou compras de títulos de empresas, governo, e intuições financeiras (GITMAN, 1997, p.81).

O mercado de capitais constitui-se por um conjunto de operações com valores mobiliários, realizadas predominantemente em bolsas de valores ou mercados organizados. Os principais participantes deste mercado são os investidores institucionais, empresas de grande porte, investidores de varejo e os bancos, corretoras e distribuidoras participantes do mercado de emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários.

2.2 Valores Mobiliários

De acordo com a Lei nº. 6.385, são valores mobiliários: as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários; e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. São títulos de investimento que a sociedade anônima emite para a obtenção dos recursos de que necessita.

Coelho (2005) afirma que as ações são valores mobiliários representativos de unidade do capital social de uma sociedade anônima, Lei nº. 6.404 de 15/12/1976, que conferem aos seus titulares um complexo de direitos e deveres. Para este mesmo autor as ações podem ser classificadas como:

Ordinárias: aquelas que conferem aos seus titulares os direitos que a lei reserva ao acionista comum. Afere a seu titular o direito de votar nas Assembléias Gerais.

Preferenciais: não dão ao titular o direito de voto, mas têm prioridade no recebimento do dividendo e, no caso de dissolução da empresa, têm preferência no reembolso do capital.

2.3 Bolsa de Valores

De acordo com Fortuna (2005) as bolsas de valores tratam-se, em síntese, do local especialmente criado e mantido para a negociação de valores mobiliários em mercado livre e aberto, organizado e mantido pelas corretoras e autoridades. Elas operam com autonomia administrativa, financeira e patrimonial e responsabilidade de fiscalização direta de seus respectivos membros e das operações com valores mobiliários nelas realizadas, mas sempre sob a supervisão da CVM. Logo:

A essência da existência das bolsas de valores é proporcionar liquidez aos títulos negociados, atuando por meio de pregões contínuos. Que têm responsabilidades pela fixação de um preço justo, formado por consenso de mercado mediante mecanismos de oferta e procura. Obrigam-se as bolsas, ainda, a efetuar dentro do menor prazo e da maior amplitude possível, a divulgação de todas as operações realizadas (ASSAF NETO, 1999, p.72).

Mellagi (1998) comenta que o trabalho de supervisão da CVM consiste, em zelar pela lisura das negociações com ações e disseminar as informações relevantes ao maior número de participantes possível. Atualmente (02/06/08), no Brasil, negociam-se em bolsa especificamente ações, sendo que a única bolsa de valores em operação é a Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA.

2.4 Abertura do Capital

Quando a empresa é de capital aberto e possui registro como tal na Comissão de Valores Mobiliários passa a ter a obrigação de prestar informações periódicas ao mercado sobre seu comportamento social, econômico e financeiro. A abertura plena do capital se dá através do lançamento de ações junto ao público, dado o volume de negócios resultante e as transformações por que passa a companhia.

Deste modo, como afirmam Vieira e Oliveira (2007) a abertura de capital é uma oferta pública de uma parcela da companhia que passará a ter ações negociadas em mercado, e distribuídas entre outros acionistas através de uma distribuição primária ou secundária de ações. As razões que levam uma empresa a considerar a abertura de seu capital são determinantes na escolha do tipo de valor mobiliário a ser emitido, do tipo de lançamento a ser feito e do tipo de investidor mais apropriado aos seus objetivos.

Para Ishikawa (2003) a abertura do capital seria uma forma de financiamento alternativa à dos empréstimos bancários que permitiria maior base de captação de recursos (mais investidores envolvidos) para a empresa. Segundo Oliveira (2002) a abertura de capital está diretamente ligada aos investimentos que essa deseja fazer. Com a abertura de capital, a empresa recebe um recurso menos oneroso do que buscar em instituições financeiras e com esse recurso poderá por em prática projetos de melhoria da produção, bem como aumentar o seu capital circulante.

Assaf Neto (2005) diz que a principal vantagem da abertura de capital para uma sociedade, é o prazo indeterminado dos recursos levantados, não apresentando esses valores prazos fixos para resgate.

Dentre as vantagens que as empresas que abrem o capital devem encontrar estão:

1. Recursos para investimentos ou reestruturação de Passivos:

Com a ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento, através do acesso ao mercado de capitais do País, busca-se captar recursos para serem destinados ao financiamento de projetos, expansão, mudança de escala ou diversificação de seus negócios, ou mesmo à reestruturação de seus passivos financeiros. A captação de recursos através do lançamento de valores mobiliários é uma alternativa aos financiamentos bancários, viabilizando o acesso a investidores potenciais, não só no Brasil, como no exterior.

Para Famá (2001) trará maior facilidade na obtenção de recursos, a empresa pode conseguir fundos necessários para se financiar junto aos acionistas, ou através de debêntures, que não precisaria se endividar a curto prazo para levantar fundos.

2. Imagem institucional - maior exposição ao mercado, valor da marca da empresa.

A transparência e confiabilidade exigidas nas suas informações básicas facilitam os negócios, atraindo o consumidor final, gerando maior presença e prestígio no mercado. Para Famá (2001) a empresa deve zelar por sua marca, informando sempre o mercado os fatos relevantes. Dessa forma a empresa mais transparente, é mais valorizada pelos investidores refletindo no preço da ação da Companhia.

3. Maior flexibilidade estratégica - liquidez patrimonial.

Os acionistas controladores aumentam a liquidez do seu patrimônio, através da oportunidade de negociação de sua participação na empresa, que tende a se valorizar ao longo do tempo pela diversificação de compradores, sobretudo investidores institucionais, nacionais ou estrangeiros. Segundo Famá (2001) pequenos e grandes investidores podem negociar mais facilmente seu patrimônio e lucrar com os ganhos advindos da valorização das ações e da distribuição de dividendos.

4. Reestruturação societária.

Problemas relativos à estratégia empresarial partilham de heranças e processos sucessórios podem se encontrar uma solução através de uma abertura de capital, porque esta escolha possibilita aos administradores uma maior proporção de opções.

5. Profissionalização da Administração.

A abertura de capital leva à aceleração da profissionalização da companhia, uma administração profissionalizada é um dos pontos que mais interessa ao investidor, dada à necessidade de treinamento profissional dos ocupantes de cargos de direção. Para Famá (2001) a empresa deve atender as exigências legais para se adaptar a nova realidade, assim os ganhos com a profissionalização da administração são expressivos. A Companhia deve buscar resultados que valorizem a ação e tragam dividendos aos acionistas.

6. Relação com os funcionários.

A abertura do capital de uma empresa pode ser feita também para seus funcionários. Para Famá (2001) as empresas devem valorizar seus funcionários. Programas de bônus em ações incentivam os funcionários a buscarem cada vez mais resultados.

7. Menor custo na captação bancária.

De acordo com Famá (2001) uma empresa de capital aberto, sendo mais transparente, possui menor risco quando avaliada pelos bancos. Dessa forma, a taxa de juros cobrada para o empréstimo de fundos é menor.

A abertura de capital pode ser bastante vantajosa para as empresas, contudo, algumas companhias vêm desvantagens na abertura de capital principalmente ao que tange aos custos, autores como Leal e Costa (2000) destacam o custo do capital próprio, a falta de proteção ao acionista minoritário e o processo de abertura de capital praticado no país como principais custos. Alguns críticos da abertura de capital como Cavalcante (1998), apontam outros inconvenientes dentre as quais se destacam:

1. Divulgação de informações, isto é, a necessidade de atendimento as normas mais específicas e rigorosas, no que tange aos procedimentos e princípios contábeis;

2. Distribuição dos Dividendos, logo, a parcela dos lucros distribuídos aos acionistas pagas em dinheiro;

3. Entrada de novos acionistas que influenciarão nas decisões estratégicas; e

4. Acréscimo de custos administrativos com auditorias, contábeis, publicações legais etc.

Os custos fixos segundo Assaf Neto (2000), inerentes ao processo de abertura de capital de uma empresa podem ser agrupados da seguinte forma:

1. Legais e institucionais: contratação de auditoria externa, pagamento de taxas, anuidades, serviços e afins, em atendimento às exigências legais; Contratação de empresa especializada em emissão de ações escriturais, custódia de debêntures, serviços de planejamento e de corretagem, e *underwriting*; Taxas da Comissão de Valores Mobiliários e das Bolsas de Valores; Contratação de serviços de auditores independentes mais abrangentes que aqueles exigidos para as demais companhias;

2. Publicação, publicidade, "marketing": edital de convocação e ata de assembléias, gastos com o prospecto e com a divulgação da operação no mercado; Divulgação de informação sistemática ao mercado sobre as atividades da empresa.

3. Intermediação Financeira: remuneração dos trabalhos de coordenação, eventual garantia e distribuição;

4. Internos: alocação de pessoal para acompanhamento do processo, montagem de estrutura interna para dar suporte à abertura; Manutenção de um Departamento de Relações com Investidores, que poderá incorporar o Departamento de Acionistas. Este setor incumbir-se-á de centralizar todas as informações internas a serem fornecidas ao mercado, integrando e sistematizando esse conjunto de informações;

Entretanto, os custos associados ao processo de abertura de capital, à remuneração o capital dos novos acionistas (política de dividendos) e à administração de um sistema de informações específico para o controle da propriedade da empresa, tendem a se diluir em função das vantagens agregadas. Assim, de acordo com Leal e Saito (2003) as desvantagens devem superar as vantagens, pois as aberturas de capital por emissão pública de ações vêm se tornando raras.

2.5 IPOs

Uma IPO, sigla em inglês para *Initial Public Offering*, significa "Oferta Pública Inicial". É o mecanismo através do qual uma empresa abre seu capital e passa a ser listada na Bolsa de Valores (investmaniacos.blogspot.com/2007), ou seja, é abertura de capital que uma empresa realiza, onde lança uma oferta pública inicial de ações ou de certificados de depósitos de ações, e constitui-se assim, uma companhia de capital aberto, tendo seus ativos negociados na bolsa.

A discussão em relação ao assunto traz pontos como o preço das ações no dia do lançamento e as suas mudanças no longo prazo. Welch e Ritter (2002) focaram em três grandes questões sobre o processo de abertura de capital: por que empresas decidem abrir seu capital, por que elas presenteiam os investidores no primeiro dia com retornos acima da média, e qual a performance de longo prazo dos IPOs. A primeira questão examinada pelos autores diz respeito ao fato de as empresas deixarem de lado alternativas para levantar capital e decidirem pela realização da oferta pública no mercado de ações.

Em relação ao segundo fato abordado pelos autores, Ljungqvist (2004) coloca que as evidências empíricas suportam a tese de que os problemas de assimetria de informações (quem tem mais informações: empresa, banco coordenador ou investidores) e os problemas de agencia (empresa emissora e banco coordenador) são os principais responsáveis pelo *underpricing*. Ritter (1998) cita também os interesses que os bancos de investimento têm em fazer colocações de empresas com altos valores, dando que suas comissões dependem do valor das empresas. Mas Welch e Ritter (2002) colocam que embora pesquisas até agora sobre IPOs enfatizem o problema da assimetria de informações, este pode na ser a principal causa do fenômeno de *underpricing*, e que os problemas comportamentais podem ser o principal motivo. A terceira

questão discutida é referente ao comportamento de longo prazo dos IPOs. Esta na visão de uma grande parte dos pesquisadores é insatisfatória.

2.6 Governança Corporativa:

De acordo com Mello (2007) a governança corporativa é um mecanismo interno de controle dos conflitos de agência, que pode ser reconhecido como de controle corporativo. A definição de governança corporativa adotada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) destaca:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. (2004, p. 6)

As práticas exigidas ampliam os direitos dos acionistas minoritários, aumenta a transparência das companhias por meio da divulgação de informações de melhor qualidade e em maior volume, além de determinar a resolução dos conflitos por meio de uma câmara de arbitragem, oferecendo aos investidores maior segurança jurídica quanto à obediência aos compromissos firmados, como uma alternativa mais ágil e especializada.

Com isto, a Bolsa de Valores de São Paulo, em 2000, criou os “níveis diferenciados de governança corporativa”, que de acordo com Mello (2007) são segmentos especiais de listagem cujo objetivo era desenvolver um ambiente de negociação que atraísse o interesse dos investidores e, conseqüentemente, proporcionasse valorização das companhias. São três os níveis especiais de listagem: (a) nível 1 de governança corporativa; (b) nível 2 de governança corporativa; e (c) novo mercado. Os níveis 1 e 2 de governança corporativa da BOVESPA foram criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado.

De acordo com a BOVESPA (2008), “o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir o seu capital, enquanto os Níveis Diferenciados, Nível 1 e Nível 2, são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.”.

3. Metodologia

Neste capítulo é apresentado o método escolhido para a realização do presente estudo, indicando-se o tipo de pesquisa que será utilizada, a coleta e o tratamento dos dados, bem como as variáveis do trabalho. Para Marconi e Lakatos (2002) a escolha do método está diretamente relacionada com o problema a ser estudado, cuja escolha dependerá dos fatores relacionados com a pesquisa, como a natureza dos fenômenos, o objetivo da pesquisa, os recursos financeiros, a equipe humana entre outros elementos envolventes na pesquisa. Para o presente estudo escolheu-se uma abordagem quantitativa.

Para a definição da amostra realizou-se uma busca no site da BOVESPA para encontrar as empresas que abriram seu capital no período compreendido entre 2004 e outubro de 2007. Obteve-se um total de 90 aberturas para o período estudado.

As principais variáveis utilizadas no estudo foram:

- Captação: montante financeiro captado no dia da abertura de capital.
- Corretoras: número de corretoras que negociaram o papel no dia da abertura
- Investidores: quantidade de investidores que adquiriram o papel na data de abertura.
- Tipo de Mercado: Mercado onde a empresa abriu seu capital. Definido segundo os níveis de negociação da BOVESPA em N1(nível 1), N2 (nível 2) ou NM (Novo Mercado).
- Variação da empresa no primeiro dia: refere-se à variação percentual do preço da ação no dia da abertura de capital. Medida pela seguinte fórmula:

$$\text{Variação} = \left(\frac{P_{\text{fechamento}} - P_{\text{abertura}}}{P_{\text{abertura}}} \right) * 100$$

•Variação da empresa nos períodos seguintes: refere-se a variação percentual do preço da ação nos períodos seguintes em relação ao dia da abertura de capital. Medida pela seguinte fórmula:

$$\text{Variação} = \left(\frac{P_t - P_a}{P_a} \right) * 100, \text{ onde } P_t \text{ representa o preço na data } t \text{ e } P_a \text{ o preço na data de}$$

abertura para a ação da empresa.

•Variação positiva: no primeiro dia que as empresas abriram capital venderam suas ações acima do preço de lançamento.

•Variação negativa: no primeiro dia que as empresas abriram capital venderam suas ações abaixo do preço de lançamento.

•Variação zero: no primeiro dia que as empresas abriram capital venderam suas ações pelo preço de lançamento.

•Média: média aritmética dos valores apresentados durante o período.

•Desvio padrão: valor que quantifica a dispersão dos eventos sob distribuição normal, ou seja, a média das diferenças entre o valor de cada evento e a média central.

•Variação do Ibovespa: refere-se à variação percentual do Ibovespa nos no mesmo dia da abertura de capital da empresa. Medida pela seguinte fórmula:

$$\text{Variação} = \left(\frac{I_{\text{fechamento}} - I_{\text{abertura}}}{I_{\text{abertura}}} \right) * 100$$

•Variação do Ibovespa nos períodos seguintes: refere-se à variação percentual do valor nos períodos seguintes em relação ao dia da abertura de capital. Medida pela seguinte fórmula:

$$\text{Variação} = \left(\frac{I_t - I_a}{I_a} \right) * 100, \text{ onde } I_t \text{ representa o valor na data } t \text{ e } I_a \text{ o valor na data de abertura}$$

para o índice BOVESPA.

•Ibovespa: índice divulgado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e de acordo com Leite e Sanvicente (1994), o valor absoluto deste índice corresponde ao valor monetário de uma carteira selecionada de ações negociadas naquela bolsa em determinado instante. Sua variação é, portanto, a taxa de retorno que seria auferida pelo investidor que mantivesse essa carteira de ações durante o período. Responsável por cerca de 94% dos negócios realizados diariamente no mercado acionário brasileiro. A partir das variações das empresas que abriram o capital e do Ibovespa foram obtidas as diferenças entre os dois para os períodos de análise.

4. Análise dos resultados

Após a coleta e observação dos dados, foram calculadas as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas neste estudo. A fim de tornar a análise mais clara, optou-se por exibir os resultados por tipo de variável. O quadro 1 apresenta o número de empresas que abriram o capital em cada ano bem como o tipo de mercado.

Quadro 1: Número de empresas que abriram capital no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, bem como suas respectivas porcentagens, nos anos de 2004, 2005, 2006 e 2007.

| Tipo de Mercado | | | |
|-----------------|---------|-----------------|-------|
| Ano | Mercado | Nº. de empresas | % |
| 2004 | N1 | 0 | 0,00 |
| | N2 | 2 | 28,57 |
| | NM | 5 | 71,43 |
| 2005 | N1 | 0 | 0,00 |
| | N2 | 2 | 22,22 |
| | NM | 7 | 77,78 |
| 2006 | N1 | 0 | 0,00 |
| | N2 | 4 | 16,67 |
| | NM | 20 | 83,33 |
| Out./07 | N1 | 8 | 16,00 |
| | N2 | 7 | 14,00 |
| | NM | 35 | 70,00 |

A maior parte das empresas que abriram capital no período analisado optou pelo NM. O N1 tem sido o menos utilizado pelas empresas, sendo que apenas em 2007 empresas abriram capital neste nível. Por outro lado, o NM tem sido o nível preferido. Em média, no período estudado, 75,63% das empresas optam por este nível quando da abertura de capital. O nível intermediário “N2” foi utilizado por aproximadamente 20% das empresas.

A participação nos N1, N2 e NM, implicam em diversas práticas relacionadas à governança corporativa. Os níveis diferenciados seguem uma hierarquia de exigências, sendo o N1 o de menor exigência e o NM aquele que mais impõe adequações das empresas. O fato da maioria das empresas, no período analisado, ter optado pelo NM significa que as empresas estão mais comprometidas em adotar melhores práticas de transparência e proteção aos acionistas, conseqüentemente, podendo atrair um maior número de investidores. O número de investidores envolvidos, bem como um total de corretoras e os montantes financeiros pode ser observado no quadro 2.

Quadro 2: Descrição da amostra com os respectivos números de empresas, total captado, número de corretoras e número de investidores nos anos 2004, 2005, 2006 e até outubro de 2007.

| Descrição da amostra | | | | | | | |
|----------------------|-----------------|-------------------------|--------|----------------|-------|---------------------|-----------|
| Ano de abertura | Nº. de empresas | Total Captado (milhões) | | Nº. Corretoras | | Nº. de investidores | |
| | | Total | Média | Total | Média | Total | Média |
| 2004 | 7 | 4.486 | 640,86 | 303 | 43,29 | 38.733 | 5.533,29 |
| 2005 | 9 | 5.448 | 605,33 | 489 | 54,33 | 39.272 | 4.363,56 |
| 2006 | 24 | 13.817 | 575,71 | 1273 | 53,04 | 199.846 | 8.326,92 |
| 2007 | 50 | 35.337 | 706,74 | 3.085 | 61,70 | 559.225 | 11.184,50 |

Nota-se, com o quadro número 2, que houve um aumento muito expressivo do número de empresas que abriram capital de 2004 a 2007. Situação semelhante ocorreu com o número de corretoras e o número de investidores. No entanto, com relação ao total captado o comportamento médio não cresceu na mesma proporção que o número de empresas, indicando que no período analisado, em média, as empresas captaram 632 milhões na abertura.

Destaca-se o crescimento significativo dos dados averiguados no ano de 2007, principalmente do número de investidores, que em 2004 era de 38.733 e em 2007 passou a ser 559.225. Enquanto o número de abertura dobrou, o total de investidores quase triplicou entre os anos de 2006 e 2007.

Sugere-se que tal comportamento pode ser explicado pelas tendências recentes de aumento da participação dos investidores, pessoas físicas, no mercado de capitais permitindo assim, uma maior pulverização das ações. Observa-se ainda que, no período estudado, o volume captado em média não se alterou significativamente ao passo em que, o número de investidores vem aumentando, pode-se sugerir que os volumes financeiros envolvidos em cada operação estejam diminuindo.

O quadro a seguir apresenta a média e o desvio padrão do retorno do primeiro dia dos IPOs, nos respectivos anos aqui tomados para estudo, e também a variação dessas duas variáveis no Ibovespa, a fim de se poder estabelecer uma relação e uma comparação com as médias das empresas analisadas.

Quadro 3: Média e o desvio padrão do retorno no primeiro dia dos IPOs e do Ibovespa nos anos de 2004, 2005, 2006 e até outubro de 2007.

| Variação no primeiro dia | | | | |
|---------------------------------|----------------|---------------------|-----------------|---------------------|
| Ano | Empresa | | Ibovespa | |
| | Média | Desv. Padrão | Média | Desv. Padrão |
| 2004 | 0,43 | 3,53 | (0,26) | 1,93 |
| 2005 | (0,86) | 5,58 | (0,19) | 1,52 |
| 2006 | 0,77 | 5,03 | 0,13 | 1,24 |
| 2007 | 1,02 | 4,46 | 0,21 | 1,48 |

Com a análise do quadro pode-se perceber que as médias do retorno das empresas no primeiro dia de abertura é muito superior às medias do Ibovespa. Dos quatro anos analisados, três apresentaram retornos médios positivos e todos superiores à variação média do Ibovespa no dia de abertura. Tais resultados sugerem que em média o mercado recebe positivamente a abertura de capital e que as ações das empresas já começam sendo negociadas com ágio em relação ao preço de abertura. Portanto, pelo menos no primeiro dia há uma sobre-reação dos preços.

Mas essa variável tomada por si só, é muito relativa, pois se pode observar que o desvio padrão dessas empresas é muito alto quando comparado com o do Ibovespa. Para detalhar o comportamento dos retornos das empresas no primeiro dia, Em cada ano de abertura, classificou-se em variação positiva, variação zero e variação negativa. Os resultados são apresentados no quadro 4.

Quadro 4: Variação positiva, zero e negativa do retorno no primeiro dia dos IPOs nos anos de 2004, 2005, 2006 e até outubro de 2007.

| Variação no primeiro dia | | | | | | | |
|--------------------------|-----------------|-------------------|-------|---------------|-------|-------------------|-------|
| Ano | Nº. de empresas | Variação Positiva | | Variação Zero | | Variação Negativa | |
| | | Nº. | % | Nº. | % | Nº. | % |
| 2004 | 7 | 3 | 42,86 | 1 | 14,29 | 3 | 42,86 |
| 2005 | 9 | 4 | 44,44 | 2 | 22,22 | 3 | 33,33 |
| 2006 | 24 | 13 | 54,17 | 2 | 8,33 | 9 | 37,50 |
| 2007 | 50 | 28 | 56,00 | 10 | 20,00 | 12 | 24,00 |

A distribuição das variações segundo o retorno do primeiro dia permite observar que em torno da metade das empresas apresenta variação positiva. Por outro lado, em torno de 16% apresentam variação zero e 34% com variação negativa. Observa-se ainda que ao longo dos anos enquanto a variação negativa vem diminuindo, a variação positiva cresce. Portanto, apesar de em média as empresas terem obtido retornos positivos no primeiro dia o quadro 4 permite constatar que tal comportamento não é uniforme e que uma quantidade expressiva de empresas não alcançou sucesso no primeiro momento.

Para observar e avaliar o comportamento dos retornos das empresas ao longo do tempo calculou-se a média e o desvio padrão das empresas a partir do ano de abertura, a cada seis meses. Os resultados são apresentados no quadro 5.

Quadro 5: Média e desvio padrão do retorno periodicamente após a abertura de capital (6 em 6 meses) das empresas IPOs nos anos de 2004, 2005, 2006 e até outubro de 2007.

| Retorno das empresas IPOs | | | | | |
|---------------------------|------------|--------|--------|-------|---------|
| Ano | | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| 6 meses | Média | 25,03 | 49,47 | 12,18 | (6,28) |
| | Desv. Pad. | 40,58 | 69,15 | 26,25 | 29,11 |
| 12 meses | Média | 37,62 | 71,84 | 41,97 | (11,73) |
| | Desv. Pad. | 49,34 | 96,9 | 67,29 | 29,86 |
| 18 meses | Média | 98,94 | 86,56 | 39,82 | |
| | Desv. Pad. | 68,45 | 136,27 | 98,75 | |
| 24 meses | Média | 134,28 | 125,97 | | |
| | Desv. Pad. | 88,83 | 184,43 | | |
| 30 meses | Média | 161,58 | 103,3 | | |
| | Desv. Pad. | 123,52 | 207,28 | | |
| 36 meses | Média | 159,39 | | | |
| | Desv. Pad. | 125,69 | | | |
| 42 meses | Média | 141,96 | | | |
| | Desv. Pad. | 81,28 | | | |

As empresas que abriram capital entre os anos de 2004 e 2006, após seu 1º ano de lançamento, apresentam um aumento no retorno das ações, exceto no ano de 2007, onde houve uma desvalorização das ações de 11,73%. Ressalta-se ainda que os resultados sugerem uma

influencia do ano de abertura, pois em 2007 as empresas que abriram capital tiveram em média retornos negativos e as empresas que abriram capital nos anos anteriores também tiveram uma queda no retorno acumulado do índice.

De maneira geral, a análise do quadro 5 demonstra que ao longo do tempo as empresas continuam tendo retorno positivo. Tal comportamento confirma a reação média positiva do primeiro dia e sugere que os investidores continuam otimistas em relação às empresas.

Dentre as empresas que lançaram ações em 2004 e 2005, passado 2 anos, o retorno das ações continuou a crescer. Em 2004, o valor da média, aproximadamente, triplicou relacionado ao 1º ano de abertura e em 2005, quase dobrou. Analisa-se que o desvio padrão em 2005 é expressivamente alto (207%). Esta ocorrência representa uma discrepância entre o retorno máximo e mínimo captado nas ações das empresas consideradas. Sendo assim, a dispersão estatística em relação ao retorno, pode representar um maior risco para os investidores, pelo fato de uns poderem ganhar significativamente mais que os outros.

Quadro 6: Média e desvio padrão do retorno periodicamente do Ibovespa.

| Retorno do Ibovespa | | | | | |
|----------------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ano | | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| 6 meses | Média | 15,30 | 24,66 | 14,73 | (26,24) |
| | Desv. Pad. | 11,82 | 17,04 | 12,72 | 61,14 |
| 12 meses | Média | 28,24 | 38,72 | 42,43 | 34,57 |
| | Desv. Pad. | 6,13 | 5,92 | 18,58 | 3,41 |
| 18 meses | Média | 62,74 | 41,88 | 55,88 | |
| | Desv. Pad. | 7,84 | 55,31 | 12,29 | |
| 24 meses | Média | 73,04 | 100,81 | | |
| | Desv. Pad. | 14,37 | 25,41 | | |
| 30 meses | Média | 111,67 | 124,69 | | |
| | Desv. Pad. | 14,37 | 34,69 | | |
| 36 meses | Média | 90,76 | | | |
| | Desv. Pad. | 130,37 | | | |
| 42 meses | Média | 197,63 | | | |
| | Desv. Pad. | 24,77 | | | |

No quadro observa-se uma maior estabilidade no crescimento dos retornos do Ibovespa, em relação às empresas que abriram seu capital nos últimos anos, bem como um menor valor dos desvios padrão, o que representa uma menor disparidade entre os retornos mínimos e máximos do índice.

Quadro 7: Diferença de médias e desvios padrão do retorno das empresas que abriram seu capital nos anos de 2004, 2005, 2006 e 2007 comparadas periodicamente (a cada seis meses) com o Ibovespa.

| Diferença das empresas IPOs e Ibovespa | | | | | |
|-----------------------------------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ano | | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| 6 meses | Média | 9,73 | 24,81 | (2,55) | (19,96) |
| | Desv. Pad. | 28,76 | 52,11 | 13,53 | (32,03) |
| 12 meses | Média | 9,38 | 33,12 | (0,46) | (22,84) |
| | Desv. Pad. | 43,21 | 90,98 | 48,71 | 26,45 |
| 18 meses | Média | 36,20 | 44,68 | (16,06) | |
| | Desv. Pad. | 60,61 | 80,96 | 86,46 | |
| 24 meses | Média | 61,24 | 25,16 | | |
| | Desv. Pad. | 74,46 | 159,02 | | |
| 30 meses | Média | 49,91 | (21,39) | | |
| | Desv. Pad. | 109,15 | 172,59 | | |
| 36 meses | Média | 68,63 | | | |
| | Desv. Pad. | (4,68) | | | |
| 42 meses | Média | (55,67) | | | |
| | Desv. Pad. | 56,51 | | | |

Conclui-se que, em média, nos anos de 2004 e 2005 as empresas obtiveram retorno superior à média do mercado. No entanto, a partir de 2006, o Ibovespa superou os IPOs. Em 2004, doze meses após a data de abertura, a diferença das médias era 9%, sendo que, após 24 meses alcançou média 61%.

Comparativamente ao Ibovespa, o quadro demonstra, ao longo do tempo, a obtenção de mais sucesso das empresas que abriram o capital no ano de 2004 e 2005. Ao passo que, as empresas que abriram o capital em 2006 e 2007 apresentaram maior instabilidade dos retornos, pois em alguns momentos não conseguem atingir a média do Ibovespa.

5. Conclusão

O aumento do número das empresas que abriram o capital recentemente proporcionou uma relevante mudança na economia do país. Com o intuito de arrecadar recursos e fontes para financiamento, as mesmas lançam suas ações no mercado acionário. Em sua maioria, estas elegeram o Novo Mercado dentre os níveis de governança corporativa, pois é o nível máximo, onde a transparência e confiabilidade exigidas nas suas informações básicas facilitam os negócios, atraindo os consumidores finais, gerando maior presença e prestígio no mercado.

Destaca-se o crescimento significativo dos dados averiguados no ano de 2007, no qual 50 empresas participaram do processo de abertura de capital até o mês de outubro e alcançaram a maior média do montante captado (706 milhões de reais), do número de corretoras (61,7) e do número de investidores (11.184,5) no período estudado. No entanto, estas apresentaram uma desvalorização após serem lançadas, no curto e médio prazo, provavelmente influenciadas pelo comportamento do mercado como um todo.

Com relação ao comportamento no primeiro dia constatou-se que as médias do retorno das empresas IPOs é muito superior às medias do Ibovespa. A divisão da variação em positiva,

nula e negativa, mostra que muitas empresas ainda não alcançam sucesso na abertura. No entanto, ao longo dos anos o percentual de empresas com variação negativa vem caindo, o que gera uma expectativa de melhoras nos últimos anos.

Com relação ao comportamento a longo prazo conclui-se que, em média, nos anos de 2004 e 2005 as empresas obtiveram retorno superior à média do mercado. No entanto, a partir de 2006, o Ibovespa superou os IPOs e atingiu maior estabilidade no crescimento dos retornos, bem como um menor valor dos desvios padrão, o que representa uma menor disparidade entre os retornos mínimos e máximos dos investimentos.

Os resultados obtidos mostram apenas os comportamentos médios. Para uma melhor avaliação de cada abertura de capital seria necessário um estudo mais detalhado dos retornos incluindo as variações diárias. Outro foco poderia ser a busca de explicação para os resultados obtidos a partir de uma análise detalhada de características específicas como práticas de governança, setor de atuação e outros.

6. Bibliografia

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. São Paulo: Atlas, 1999.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. São Paulo: Atlas, 2000.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. São Paulo: Atlas, 2005.

BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Custos de abertura de capital e de manutenção da condição de companhia aberta. São Paulo, dez. 2005.
Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/CustosSA.pdf>>. Acesso em: 2 julho 2008.

_____. Os materiais institucionais. São Paulo, 1999. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>.

CAVALCANTE, Francisco da Silva Filho. MISUMI, Jorge Yoshio. Mercado de Capitais. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

COELHO, Fabio Ulhoa. Manual de direito comercial. São Paulo: Saraiva, 2005.

FAMÁ, Rubens. NETO, Martinez Ribeiro Ramon. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o novo mercado. V SEMEAD - Ensaio Finanças, junho, 2001.

FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro Produtos e Serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. São Paulo: Harbra, 7º edição, 1997.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. São Paulo: Harbra, 11º edição, 2001.

HESS, Geraldo. Finanças e Mercado de capitais no Brasil. 3º edição - Rio de Janeiro: Fórum, 1971.

ISHIKAWA, Sérgio. Mercado Financeiro e de Capitais -2º edição- São Paulo: Atlas, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em:
<<http://www.ibgc.org.br/home.asp>> . Acesso em: 2/06/2008.

LEAL, Ricardo P.C. e COSTA, Newton Jr. Mercado de Capitais, Análise Empírica no Brasil. São Paulo: Atlas, 2000.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara e SAITO, Richard. Finanças corporativas no Brasil. RAE-eletrônica, v. 2, n. 2, jul - dez/2003.

LEITE, H. P. e SANVICENTE, A. Z. Índice Bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros. São Paulo: Atlas, 1994.

LJUNGQVIST, Alexander. IPO underpricing: a Survey. Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. 2004.

MARCONI, Marina A. e LAKATOS, Eva M. Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisas, elaboração, análise e interpretação de dados. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MELLAGI, Armando Filho. Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Atlas, 1998.

MELLO, Juliana Salvador F. O Impacto da Governança Corporativa no Valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil - Uma Reaplicação. Belo Horizonte, 2007. Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da UFMG.

OLIVEIRA, Celso José de. Implementação da simulação de abertura de capital no jogo de empresas G I - Micro. Florianópolis, 2002. Dissertação de Mestrado apresentada a UFSC.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Atlas, 2001.

RITTER, Jay R., Initial Public Offering. Contemporary Finance Digest. 1998.

ROBBINS, Stephen P. Administração – mudanças e perspectivas. São Paulo: Saraiva 2002.

VASCONCELLOS, Marco Antonio S. GARCIA, Manuel E. Fundamentos da Economia. 2ª edição, São Paulo: Saraiva, 2005.

VIEIRA, Ana Claudia Matheus e OLIVEIRA, Edson Ferreira de. Abertura de capital das empresas no Brasil: o estudo de caso da Natura Cosméticos S.A. Revista UNIFIEO Pós-Graduação Administração, 2007.

WELCH, Gilian e RITTER, Jay R. A review of IPO activity, Pricing and allocation. Yale ICF Working (fevereiro de 2002).