

Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Bacharelado em Ciências Contábeis

A RELAÇÃO ENTRE A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES E O RETORNO NO MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO

Autora: Larissa Lorena Lopes e Vasconcelos dos Santos

Orientador: César Augusto Tibúrcio Silva

Brasília, DF

2014

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo
Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Mauro Luiz Rabelo
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Jaime Martins de Santana
Decano de Pesquisa de Pós-Graduação

Professor Doutor Roberto de Góes Ellery Júnior
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis da UnB, UFPE e UFRN

Professora Mestre Rosane Maria Pio da Silva
Coordenadora de Graduação do curso de Ciências Contábeis – diurno

Professor Doutor Bruno Vinícius Ramos Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - noturno

Larissa Lorena Lopes e Vasconcelos dos Santos

A RELAÇÃO ENTRE A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES E O RETORNO NO MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador:
Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva

Brasília, DF
2014

A RELAÇÃO ENTRE A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES E O RETORNO NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

RESUMO

O foco desta pesquisa é provar que o valor das ofertas públicas de ações (OPAs) possui relação com o retorno do mercado acionário. Neste sentido, as empresas procuram lançar suas ações no mercado em momentos de otimismo na economia e no comportamento do mercado acionário, quando há uma perspectiva positiva quanto ao retorno de recursos que a OPA trará. Observando esse comportamento, o objetivo desse trabalho é verificar se o número e o valor das OPAs possuem relação com o retorno do mercado acionário brasileiro como um todo. Tomando por base o período de janeiro de 2002 até dezembro 2011, foi coletada duas amostras de 120 valores mensais, relativos aos valores das OPAs e aos retornos. O resultado informa que o volume de OPA depende do comportamento do mercado de médio prazo (acima de três meses). Se a rentabilidade do mercado nos meses que antecede a OPA for atrativa, haverá um incentivo, por parte da empresa, em captar recursos no mercado acionário.

ABSTRACT

The focus of this research is to prove that the value of initial public offerings (IPOs) has relation with the return of the stock market. In this sense, companies looking to launch their actions in times of market optimism on the economy and stock market behavior, when there is a positive outlook about the return of funds that the OPA will bring. Observing this behavior, the aim of this work is to verify if the number and value of IPOs are related to the return of the Brazilian stock market as a whole. Based on the period from January 2002 until December 2011, two samples were collected from 120 monthly values, relative to the amounts of IPOs and returns. The result tells that the volume of OPA depends on market medium term (over three months). If the profitability of the market in the months preceding the IPO is attractive, there will be an incentive for the company in raising funds in the stock market.

SUMÁRIO

. 1 INTRODUÇÃO.....	7
. 2 MODELO TEÓRICO.....	10
. 3 METODOLOGIA.....	12
. 4 ANÁLISE DE RESULTADOS.....	15
. 5 CONCLUSÃO.....	19
REFERÊNCIAS.....	20

1. INTRODUÇÃO

Uma empresa possui duas fontes básicas de recursos: os capitais originários dos seus acionistas (capital próprio) e aqueles montantes de terceiros. Em geral, a busca por recursos (capital próprio ou de terceiros) ocorre quando existem investimentos a serem realizados no futuro.

A Oferta Pública de Ações (OPA) diz respeito a busca de recursos por parte de uma empresa na bolsa de valores. Esta captação ocorre através do lançamento de ações, caracterizando capital próprio. A OPA traz uma grande visibilidade para a empresa e induz a uma maior profissionalização da sua administração. Com a OPA, a empresa, de um lado, admite novos acionistas, obtendo mais recursos para seus investimentos futuros. Por outro lado, o processo da OPA é demorado e possui um custo elevado, pois envolve a contratação de especialistas para providenciar o laudo de avaliação e os trâmites legais. Outra desvantagem da OPA é a necessidade de evidenciação de informação, em especial quando os concorrentes da empresa são de capital fechado.

Mesmo com o custo elevado e a demora do processo, de acordo com a Comissão De Valores Mobiliários - CVM, de 2002 a 2011 ocorreram 351 ofertas públicas de ações no Brasil. Estas transações envolveram 268 bilhões de reais. Das 351 ofertas, 192 eram IPO, ou seja, oferta primária de ação. No período de 2004 a 2007 foi observado um crescimento no número de OPA; entretanto, a crise financeira, e seus efeitos sobre o mercado acionário, fez com que ocorresse uma interrupção desse crescimento até o ano de 2010. A partir deste momento, o número de lançamentos foi retomado.

Segundo Leal (2001) há três causas para a inibição de abertura de capital por OPA no Brasil. O primeiro motivo seria o elevado custo do capital próprio. O segundo motivo seria a falta de proteção legal ao acionista minoritário; pode-se dizer que após 11 anos da publicação de Leal houve uma evolução na governança corporativa, mas essa discussão ainda é pertinente ao cenário do país. O terceiro motivo seria a elevada diferença entre o preço de emissão da ação e o preço de mercado nos primeiros dias, ou seja, os custos indiretos de emissão atuam como inibidor da abertura de capital no Brasil.

Apesar do crescimento observado no número de OPA no início da década passada, o mercado acionário ainda apresenta possibilidades para novos lançamentos de ações. Por mais que a abertura de capital seja cara, em razão da adaptação da companhia ao mercado e à

contratação de especialistas para viabilizar a realização da oferta da ação, a mesma permite obter novas fontes de financiamento e crescimento (TIROLE, 2006). Segundo Casagrande Neto (2000), um dos aspectos positivos em uma abertura de capital bem elaborada é o aprimoramento da imagem institucional da companhia para seus clientes e fornecedores e o aumento da capacidade de negociação.

Alguns trabalhos na literatura procuram investigar a relação do retorno ao valor de uma OPA. Damodaran (1997) enfatiza que grande parte dos investidores tem utilizado em algumas estratégias de investimento a relação entre o preço e o valor contábil. Aldrighi (2010) em seu estudo sobre ofertas públicas iniciais examina no período entre 2002 e 2007 os fatores determinantes na decisão das empresas de realizarem IPOs na Bovespa. Destacou os seguintes resultados: as empresas que apresentam uma maior probabilidade de lançar uma IPO são empresas que apontam um maior crescimento e que são mais lucrativas; as condições favoráveis apresentadas pelo mercado de capitais internacional contribuíram com as IPOs no período estudado; e mostrou que a diversificação da riqueza dos empresários e a reestruturação financeira não mostraram serem motivações para as IPOs. Pastor e Veronesi (2005) desenvolveram um modelo o qual afirmava que as variações de IPOs são provocadas, dentre outros fatores, por mudanças na taxa do retorno esperado do mercado. Afirmam que as ondas de IPOs possuem a tendência a serem precedidas por taxas elevadas de retorno do mercado acionário e seguidas por taxas baixas de retorno. Lopes (2003) fez um estudo entre somente duas empresas sobre a relação de causalidade no sentido de lucro para retorno. Em sua análise encontrou evidências para pequenas defasagens de 1 a 3 períodos, mostrando que há relação de causalidade entre os dois fatores.

Pesquisas empíricas sobre as OPAs são comuns em finanças corporativas. O processo de precificação das ações e a reação de curto e médio prazo do mercado são temas recorrentes, tanto no Brasil quanto no exterior. Contudo, esta pesquisa faz a análise do mercado utilizando o cenário anterior ao lançamento de uma Oferta Pública de Ação, dando a possibilidade ao investidor interromper o processo baseando-se no cenário atual do mercado. O foco desta pesquisa é verificar se o número e o valor das OPAs possui relação com o retorno do mercado acionário como um todo. Neste sentido, a pergunta da pesquisa que se pretende responder é: existe relação entre o número e o valor das OPAs com o comportamento do mercado acionário brasileiro nos últimos anos?

Neste cenário, as empresas procuram lançar suas ações no mercado em momentos de otimismo na economia e no comportamento do mercado acionário, quando há uma

perspectiva positiva quanto ao retorno de recursos que a OPA trará. Observando esse comportamento, o objetivo desse trabalho é verificar se o número e o valor das OPAs possuem relação com o retorno do mercado acionário como um todo.

Os valores encontrados na pesquisa permitem comprovar a existência de relação entre o comportamento do mercado acionário e o volume de recursos envolvidos no processo de OPA.

Para satisfazer o objetivo proposto, o seguinte trabalho está dividido em cinco partes. É iniciado pela introdução, a qual é destacada a importância e relevância do tema, objetivo e a estrutura do trabalho. Após vem a revisão da literatura, que explicita pesquisas e trabalhos na área. O proceder metodológico é a terceira parte, a qual vem seguida da análise dos dados coletados. A pesquisa é finalizada com as conclusões.

2. MODELO TEÓRICO

Apesar de existirem diversas teorias para explicar a razão da decisão de fazer uma OPA, segundo Ritter e Welch (2002) a principal motivação é o acesso ao capital. Estes autores consideram que o aumento da exposição, prestígio e imagem pública, considerado eventualmente na literatura como uma das razões para o lançamento de ações é na realidade uma razão secundária. Chemmanur e Fulghieri (1999) consideram a questão da diversificação do capital próprio como uma razão para a decisão do lançamento de ações. Zingales (1995) propõe a hipótese de que isto facilitaria os processos de fusão e aquisição.

Lucas e McDonald (1990) acreditam que a assimetria informacional seja um fator relevante para a decisão de fazer uma oferta de ações. É considerado por Ritter e Welch (2002) que os empresários tomam a decisão de fazer uma OPA depois que o valor da empresa sofreu um aumento. Neste sentido, a OPA seria uma resposta as condições favoráveis do mercado acionário. Isto significa dizer que existiria uma relação entre mercado favorável e a decisão de fazer uma OPA.

Aceitando a explicação de Ritter e Welch (2002), pode-se estabelecer a seguinte linha temporal:

t_x	t_y	t_w	t_z tempo
Mercado Favorável	Decisão de fazer uma OPA	Processo de Lançamento	Lançamento das ações

Fonte: Ritter e Welch (2002). Elaborada pela autora.

O mercado acionário aquecido se torna um incentivo para a decisão de fazer uma OPA. Neste ambiente, as ações das empresas estarão precificadas de forma superestimadas ao fluxo de caixa futuro descontado. O processo de decisão é dado da seguinte forma:

$$se R_{m,t_x} > k \quad \begin{array}{l} \text{sim, faz OPA} \\ \text{não, OPA} = 0 \end{array}$$

sendo R_m o retorno proporcionado pelo mercado no momento t_x e k o custo de oportunidade percebido pelos tomadores de decisão da empresa. Entretanto, como a decisão é tomada no momento t_y e poderá ocorrer mudança no ambiente externo, afetando o comportamento do

mercado, isto também irá afetar a decisão de lançar ou não a OPA. Assim, em situação de incerteza;

$$E\langle \tilde{R}_{m,tz} | \mathcal{F}_t \rangle > k \quad \begin{array}{l} \text{sim, faz OPA} \\ \text{não, OPA} = 0 \end{array}$$

Onde $E\langle \tilde{R}_{m,tz} | \mathcal{F}_t \rangle$ representa o valor esperado para o retorno do mercado no momento t_z , diante do cenário \mathcal{F}_t . Como na prática a preparação para uma OPA envolve uma série de procedimentos, o período de tempo compreendido entre t_x a t_w pode levar alguns meses. Assim, o retorno do mercado representaria o retorno acumulado anterior a data de lançamento, correspondendo também a expectativa dos administradores da empresa para da taxa futura. Assim, na ausência de informações mais adequadas sobre o assunto, os gestores projetam uma taxa de retorno que corresponde, aproximadamente, ao retorno do mercado ocorrida no passado:

$$E\langle \tilde{R}_{m,tz} | \mathcal{F}_t \rangle \cong R_{m,t_x}$$

Quando isto não ocorre, pode existir uma frustração nas expectativas, conduzindo ao cancelamento do processo de lançamento na bolsa.

Desde modo, o modelo proposto neste artigo parte do pressuposto que o lançamento de OPA depende do comportamento do mercado acionário ocorrido nos meses que precedem o lançamento das ações.

Este modelo é coerente com a base legal que sustenta a oferta pública no Brasil. Segundo a Instrução CVM 400/2003, a empresa que lança a ação no mercado deverá obrigatoriamente apresentar um estudo de viabilidade econômico-financeira para permitir, entre outros aspectos, a fixação do preço da oferta. Este preço, por sua vez, deverá refletir as perspectivas de rentabilidade futura. Por si só, a necessidade deste estudo financeiro prévio ao lançamento da oferta no mercado faz com que o número de dias para completar o processo seja de dezenas de dias, ou seja, a duração de t_x a t_z pode durar meses e até anos.

3. METODOLOGIA

A pesquisa utiliza informações sobre as ofertas de ações disponibilizadas no sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essas informações são referentes à quantidade de ações registradas no mercado com seus respectivos valores em unidades monetárias e as datas de registro. No sítio da BM&FBOVESPA a data de registro é chamada de data de publicação do anúncio de início da Oferta Pública e até cinco dias após essa data a ação já está sendo negociada no mercado.

Uma limitação da pesquisa foi a indisponibilidade de base de dados anterior ao ano de 2002, com isso para a aplicação da metodologia foi considerado o período de janeiro de 2002 até dezembro 2011.

Além dessas informações, houve a coleta de dados na página eletrônica da BM&FBOVESPA relativas ao comportamento do mercado por meio do Índice Bovespa (Ibovespa). Esse índice indica a média do desempenho das cotações do mercado de ações brasileiro. O retorno mensal das companhias que possuem negociações na Bolsa de Valores de São Paulo foi obtido no sítio do Banco Central do Brasil. A partir deste retorno mensal foi calculado o retorno acumulado bimensal, trimestral, quadrimestral e assim por diante, até o oitavo meses de retorno acumulado. Assim, para o mês t o retorno trimestral é dado por:

$$R_{t3} = (1 + R_t) \times (1 + R_{t-1}) \times (1 + R_{t-2}) - 1$$

Já o retorno quadrimestral é dado por:

$$R_{t4} = (1 + R_t) \times (1 + R_{t-1}) \times (1 + R_{t-2}) \times (1 + R_{t-3}) - 1$$

E assim por diante, sendo R o retorno do mercado, obtido pela variação do Ibovespa.

Para atingir o objetivo proposto utilizaram-se, além da estatística descritiva, dois instrumentos estatísticos: a correlação e o teste de médias. Na estatística descritiva os fatores considerados foram: média, desvio padrão, curtose e assimetria. O cálculo das médias e dos desvios padrões descrevem uma medida de tendência central e uma medida de dispersão, respectivamente. Curtose é a medida que evidencia o grau de achatamento do gráfico das distribuições das amostras, levando como referência a curva normal. As curtoses são calculadas pela fórmula:

$K = \frac{(Q_3 - Q_1)}{2 \cdot (P_{90} - P_{10})}$; onde Q_3 e Q_1 são o terceiro e o primeiro quartil, e o P_{90} e P_{10} são o nonagésimo e o décimo percentil.

A assimetria permite analisar uma distribuição de acordo com as relações entre suas medidas de moda, média e mediana, quando observadas graficamente. Portanto assimetria é o grau em que uma amostra se afasta do seu eixo de simetria. Seu cálculo é feito por meio da fórmula:

$$AS = \frac{3(\bar{X} - \tilde{X})}{\sigma}, \text{ onde } \bar{X} \text{ é a média, } \tilde{X} \text{ é a mediana e } \sigma \text{ é o desvio padrão.}$$

A correlação é uma medida de associação que permite a análise do grau de relacionamento entre duas variáveis (GARSON, 2009), mensurando, além do grau, a direção da relação linear entre as determinadas variáveis quantitativas (MOORE, 2007). O coeficiente de correlação (r) varia de -1 a 1 , sendo que a unidade indica a força da relação e o sinal indica a proporcionalidade entre os fatores; ou seja, quanto mais perto de -1 ou $+1$ maior é a dependência entre as variáveis inversamente ou diretamente proporcional. O uso da correlação é no sentido de verificar a existência de relação entre o retorno do mercado acionário e o valor das OPAs. Também foi realizado testes de correlação com *lags* para verificar a existência de defasagens temporais entre as duas variáveis.

O teste de média é um teste paramétrico que tem como função testar a hipótese nula de igualdade das respectivas médias. O procedimento utilizado para fazer este teste foi coletar os meses com maiores valores monetários das OPAs e os meses com menores valores. Para isto, dividiu-se o conjunto de dados em dois subconjuntos. No primeiro, os valores até o primeiro quartil, que corresponde aos 25% (vinte e cinco por cento) menores valores mensais de OPAs. O segundo subconjunto inclui os valores a partir do terceiro quartil, que corresponde aos 75% (setenta e cinco por cento) maiores valores. A utilização dos valores extremos permite captar melhor a existência de relação entre as variáveis.

Foi utilizado na correlação e no teste de média um grau de significância de 95% (noventa e cinco por cento) e 90% (noventa por cento). A partir destes instrumentos, testam-se as seguintes hipóteses.

$$H_0 = \text{O retorno do mercado acionário influencia no volume de OPAs}$$

$$H_1 = \text{O retorno do mercado acionário não influencia no volume de OPAs}$$

A coleta de dados totalizou 331 ofertas, a qual o volume de OPA foi de aproximadamente 357 bilhões de reais. Foi coletado duas amostras aleatórias de 120 valores cada, relativos aos valores das OPAs e aos retornos. Nessas amostras foram calculados alguns dados da estatística descritiva para observar seus comportamentos.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabela 1 apresenta os resultados da estatística descritiva para os valores das OPAs e do retorno mensal do mercado.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas – 2002 a 2011

	Valor R\$ Milhões	Retorno do Mercado %
N	120	120
Média	2960	1,47%
Desvio	11225	7,25%
Assimetria	9,682	0,0365
Curtose	100,801	,597

Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborado pela autora.

O valor médio mensal das OPAs, no período analisado, foi de R\$2,96 bilhões, com um desvio-padrão de R\$11,2 bilhões. A distribuição dos dados mostra uma curva assimétrica com uma curtose bastante elevada, indicando uma distribuição achatada. O comportamento da curva dos valores da OPA decorre da existência de diversos períodos de tempo onde não existiu nenhuma oferta de ações: dos 120 meses, 43 períodos (ou 35,8% do total) não teve nenhuma oferta. O retorno médio mensal do mercado neste período foi de 1,47% ao mês, com desvio de 7,25%. Tanto a assimetria quanto a curtose desta variável foram reduzidas, indicando uma curva próxima à curva normal.

Para testar a existência de relação entre as variáveis, utilizou-se a correlação entre os retornos e o volume de OPA em unidades monetárias. O resultado encontrado foi pouco significativo (correlação igual a 0,054). Também foi testada a existência de relação com retornos acumulados dos últimos dois, três, quatro, cinco, seis, sete e oito meses com o volume da OPA (Tabela 2). Os resultados mostram uma correlação entre o volume de OPA e o retorno do mercado acumulado pouco significativo: todos os valores tiveram uma significância acima de 5%. A princípio não existe relação entre o retorno do mercado e o volume da OPA, conforme indicado na correlação.

Tabela 2 – Relação do Retorno com o Volume de OPA – Amostra Total

Variáveis	Correlação	Significância
Retorno mensal	0,054	0,556
Retorno dos dois últimos meses	0,078	0,398
Retorno dos três últimos meses	0,060	0,514
Retorno dos quatro últimos meses	0,015	0,874
Retorno dos cinco últimos meses	-0,010	0,917
Retorno dos seis últimos meses	0,011	0,906
Retorno dos sete últimos meses	0,022	0,811
Retorno dos oito últimos meses	-0,011	0,905

Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborado pela autora.

A inexistência de correlação aparentemente em alguns meses decorre da existência de inúmeros meses sem nenhuma OPA. Usando somente os meses onde o valor da OPA é superior à mediana, a correlação entre o volume da OPA e o retorno mensal do mercado foi de 0,059, mostrando pouca significância estatística.

Tabela 3 – Teste de Média entre Retorno e Valor das OPAs

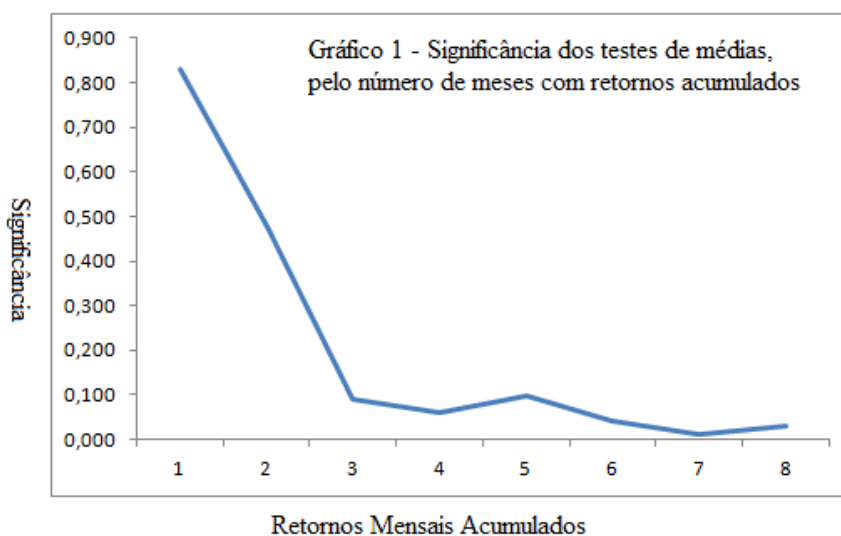
Variável	N	Média	F (Levene)	Var. Iguais?	t	Sign	
Rt	> 3o. Quartil	30	0,0137	6,469	Não	-0,215	0,830
	< 1o. Quartil	43	0,0171				
Rt-1	> 3o. Quartil	30	0,0179	1,138	Sim	0,414	0,680
	< 1o. Quartil	43	0,0105				
Rt-2	> 3o. Quartil	30	0,0342	1,13	Sim	1,308	0,195
	< 1o. Quartil	43	0,0110				
(1+Rt)(1+Rt-1)-1	> 3o. Quartil	30	0,0656	6,417	Não	0,715	0,477
	< 1o. Quartil	43	0,0434				
(1+Rt)(1+Rt-1)(1+Rt-2)-1	> 3o. Quartil	30	0,1020	9,808	Não	1,712	0,091
	< 1o. Quartil	43	0,0379				
(1+Rt) ... (1+Rt-3)-1	> 3o. Quartil	30	0,1237	11,358	Não	1,913	0,060
	< 1o. Quartil	43	0,0421				
(1+Rt) ... (1+Rt-4)-1	> 3o. Quartil	29	0,1466	11,968	Não	1,672	0,099
	< 1o. Quartil	41	0,0618				
(1+Rt) ... (1+Rt-5)-1	> 3o. Quartil	29	0,1879	8,877	Não	2,084	0,041
	< 1o. Quartil	40	0,0659				
(1+Rt) ... (1+Rt-6)-1	> 3o. Quartil	29	0,2336	6,105	Não	2,581	0,012
	< 1o. Quartil	40	0,0669				
(1+Rt) ... (1+Rt-7)-1	> 3o. Quartil	29	0,2407	8,172	Não	2,237	0,029
	< 1o. Quartil	39	0,0915				

Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborado pela autora.

Diante dos resultados apresentados pela correlação, optou-se por elaborar um teste de média com os menores valores (abaixo do primeiro quartil) e os maiores valores das OPAs (acima do terceiro quartil). Assim, depois de selecionar trinta meses com maior valor de oferta pública de ação e quarenta e três meses onde não ocorreu nenhum lançamento público, testou-se se a média do retorno do mercado nestes períodos era igual ou não. Para o retorno do próprio mês referente ao valor da OPA, a média foi de 1,37% para os meses com elevado volume de OPA e 1,71% onde não existiu nenhuma OPA. Para este caso, o teste de média, para variâncias diferentes, não foi significativo. Este teste foi realizado para diferentes situações e os resultados encontram-se na tabela 3.

Os valores em *itálicos* da última coluna correspondem aos resultados com significância a 10%. Em *itálico e negrito*, significância a 5%.

É possível observar que os meses onde ocorre um valor mais expressivo de OPA não estão relacionados com o retorno do próprio mês, conforme o primeiro resultado da tabela 3. O mesmo pode ser dito para o retorno do mês anterior e de dois meses antes. Os sete últimos resultados da tabela 3 são mais interessantes. Quando se compara as médias dos retornos dos meses onde ocorreram maiores valores de OPAs com os meses sem OPAs, o resultado é pouco significativo (significância igual a 0,83). Quando se utiliza o retorno dos dois últimos meses, o resultado também não é significativo, apesar de ser melhor que o anterior (sign = 0,477). Acrescentando mais um mês a significância melhora para 0,091. Assim, a medida que usa-se retornos acumulados com maior número de meses a significância do teste melhora. Isto pode ser observado na última coluna da tabela 3, para os sete últimos resultados, ou então no gráfico 1, apresentado a seguir.



Fonte: Dados da Pesquisa. Elaborado pela autora.

Este resultado é importante já que informa que o volume de OPA depende do comportamento do mercado de médio prazo (acima de três meses). Se a rentabilidade do mercado nos meses que antecede a OPA for atrativa, haverá um incentivo, por parte da empresa, em captar recursos no mercado acionário. Por exemplo, nos oito meses anteriores a OPA, no período analisado, o retorno acumulado do mercado foi de 24,07%; já quando não ocorreu nenhuma OPA este retorno acumulado foi de 9,15%. Estes retornos médios são diferentes, conforme demonstrado pelo teste de média (última linha da tabela).

5. CONCLUSÃO

Tentou-se nesse trabalho provar a existência de relação entre o volume da OPA com o retorno do mês corrente e os retornos acumulados dos últimos dois, três, quatro, cinco, seis, sete e oito meses. O estudo abrangeu o período de janeiro de 2002 até dezembro de 2011. O fato de ter muitos meses sem ofertas prejudicou a evidenciação de correlação entre o retorno mensal e os retornos acumulados. Como foi no caso do uso da estatística descritiva, o qual foi utilizado para analisar o comportamento da curva dos valores das ofertas públicas.

O cálculo da correlação entre os retornos e o volume de OPA não apresentou uma relação expressiva entre o volume de oferta e o retorno do mercado. A correlação não foi significativa, mesmo quando utilizando o retorno acumulado. Assim, a princípio, e tomando por base os valores da correlação, seria possível indicar que não existe correlação entre as variáveis. Este resultado foi prejudicado pela existência de muitos meses sem lançamento de ações no mercado acionário. Considerando somente os valores extremos, o teste de média de duas amostras independentes mostrou que com grau de significância de 90% essa relação existia a partir de três meses acumulados.

A tomada de decisão para uma oferta de ação no mercado de capitais brasileiro era feita a partir de uma prévia análise no retorno acumulado de 6 meses à 8 meses. Com isso o estudo é feito dos retornos no longo prazo para a decisão da realização de uma OPA.

Além da decisão de lançar a oferta, há também o processo de fixação do preço da ação, também conhecido como *valuation*, que de acordo com o cálculo da correlação, é baseado do valor das ações de 6 meses a 1 ano acumulados, tempo necessário para ter uma maior segurança além de propiciar melhores condições para uma ótima alocação dos seus recursos.

Este resultado é bastante claro: o volume de OPAs está relacionado com o retorno do mercado. Entretanto, conforme demonstrado nas correlações e no resultado do teste de média para o retorno do próprio mês, este volume depende do comportamento do mercado acionário num período superior a três meses. Assim, o lançamento de OPAs aumenta quando o mercado acionário vem acumulado retornos mensais acumulados positivos num prazo acima de um trimestre.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, Dante Mendes; Afonso, L.; CAPPARELLI, G.; Santos, A. . **As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho**. Projeto de Pesquisa 2010-2011. Disponível em:
http://www.bndespar.com.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/produtos/download/PDE2009_IPE-USP_Aldrighi.pdf. Acesso: 06/02/2012 as 22:10, 2012.
- BOVESPA. **Estatísticas Históricas do Ibovespa**. Disponível em:
<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoEvolucaoDiaria.aspx?Indice=IBOVESPA&idioma=pt-br>. Acesso: 06/02/2012 as 19:35, 2012.
- CASAGRANDE NETO, Humberto et al. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- CHEMMANUR, Thomas; FULGHIERI, Paolo. **A theory of the going-public decision**. Review of Financial Studies. Vol .12, p. 249-279, 1999.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Posição do registro das OPAs nos anos de 2002 até 2011**. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistradacia>. Acesso: 31/01/2012 as 18:20, 2012.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução 400 de 29.12.2003.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.
- GARSON, G. David. 1998-2012. **Statnotes: Topics in Multivariate Analysis**. 2009. Website. Disponível em: <http://faculty.chass.ncsu.edu/garson/PA765/statnote.htm> . Acesso: 05/02/2012 as 15:28, 2012.
- LEAL, Ricardo P. Câmara. **A descriptive analysis of the capital structure of a broad sample of Brazilian firms**. World Bank working paper, 2001.
- LOPES, Alexandro B. **Testing the relation between earnings and returns using the Granger-causality test: an exploratory study in Brazil**. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 3., 2003, São Paulo. Anais... São Paulo: FGV, 2003.
- LUCAS, Deborah; MCDONALD, Robert. **Equity issues and stock price dynamics**. *Journal of Finance*. Vol 45, p. 1019-1043, 1990.
- MOORE, David S. **The Basic Practice of Statistics**. New York, Freemanian. 2007.
- PASTOR, Lubos; VERONESI, Pietro. **Rational IPO Waves**. *Journal of Finance* 60: 1713-1757. 2005.
- RITTER, Jay; WELCH, Ivo. **A review of IPO Activity, pricing, and Allocations**. *The Journal of Finance*. Vol. LVII, n. 4, 2002, p. 1795-1828.

TIROLE, Jean. **The Theory of Corporate Finance**. Princeton: Princeton University, 2006.

ZINGALES, Luigi. **Insider ownership and the decision to go public**. Review of Economics Studies. Vol. 62, p. 425-448, 1995.