

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UNB  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE – FACE  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS – CCA

BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**MATHEUS SOARES TERRA**

**DESEMPENHO ECONÔMICO E ÁGIO NA EMISSÃO DE AÇÕES: UM  
ESTUDO EMPÍRICO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

BRASÍLIA (DF)

2014

MATHEUS SOARES TERRA

**DESEMPENHO ECONÔMICO E ÁGIO NA EMISSÃO DE AÇÕES: UM ESTUDO EMPÍRICO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Monografia apresentada como requisito final à conclusão do Bacharelado em Ciências Contábeis, da Universidade de Brasília.

**Orientador:** Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Brasília (DF)

2014

## FICHA CATALOGRÁFICA

TERRA, Matheus Soares

Desempenho econômico e ágio na emissão de ações: estudo empírico no mercado acionário brasileiro. / Matheus Soares Terra. — Distrito Federal: UnB / FACE / CCA, 2014. 21 p.

Orientador: Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Trabalho de Conclusão de curso (Monografia – Graduação) – Universidade de Brasília, 2º semestre de 2014. Bibliografia.

1. Ágio na emissão de ações. 2. Retorno. 3. Mercado financeiro

I. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília.

MATHEUS SOARES TERRA

**DESEMPENHO ECONÔMICO E ÁGIO NA EMISSÃO DE AÇÕES: UM  
ESTUDO EMPÍRICO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Monografia apresentada como  
requisito final à conclusão do  
Bacharelado em Ciências Contábeis,  
da Universidade de Brasília

Aprovações:

---

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa – orientador

---

Brasília

2014

Dedico este trabalho a toda a minha família, a meus bons amigos e minha amada namorada.

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer a todos os meus familiares, que durante todo esse tempo, foram infinita fonte de apoio e inspiração. Em particular, a meu pai, que já segue essa minha futura profissão há tantos anos. À minha namorada, meu muito obrigado pelo apoio e compreensão que, em alguns momentos foi necessária pois estava ausente devido afazeres do curso. Agradeço também por ter servido de inspiração para que ela passasse a fazer o mesmo curso que eu. Aos meus amigos de ensino médio, que sempre torceram por mim. Aos novos amigos adquiridos no decorrer do curso e que daqui em diante farão parte da minha vida.

Um agradecimento especial a todos os professores com quem tive o prazer de aprender durante estes quatro anos de curso, apesar de algumas dificuldades. E mais especial ainda, ao meu orientador Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa, pela incalculável ajuda e inspiração na elaboração deste trabalho.

*"O sucesso é uma consequência e não um objetivo"*

*Gustave Flaubert*

## RESUMO

Investidores muitas vezes aceitam pagar um valor por uma ação que é maior que o valor de face. Dito isso, este trabalho busca averiguar o porquê disso ocorrer, tendo a expectativa que os retornos destas ações são maiores que os retornos de ações adquiridas sem ágio. Então, por meio deste estudo, busca-se verificar se existe uma relação entre a ocorrência de ágio na emissão de ações e o desempenho da companhia, adotando-se o retorno da ação como a medida de desempenho. Foram colhidas as cotações de fechamento anuais de vinte empresas que continham saldo de ágio na emissão de ações e de vinte empresas que não continham este saldo, além dos dividendos por ação anuais de cada uma das empresas no período de 2010 a 2013 e calculados os retornos destas, em cada ano, e separados em grupos de empresa com ágio e empresas sem ágio. Sobre os retornos, foi aplicado um teste estatístico de médias, para verificar se a média dos retornos de empresas com ágio era maior que a das empresas sem. O resultado indicou que não há diferença significativa entre o desempenho de empresas de ações negociadas com ágio e ações negociadas sem e a eficiência do mercado pode ter contribuído para esse resultado. Caso fosse analisado um período mais curto, ou um estudo de evento, possivelmente o resultado fosse outro.

**Palavras-chave:** Ágio na emissão de ações. Retorno econômico. Mercado financeiro



## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Estatísticas descritivas dos preços e retornos das ações de empresas com ágio e das ações de empresas sem ágio .....	17
<b>Tabela 2:</b> Teste estatístico de médias para os retornos dos grupos de ações com ágio e sem ágio.....	18

## SUMÁRIO

<b>1 - INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>2 - REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>12</b>
2.1 - Ações, debêntures e mercado de capital.....	12
2.2 - Desempenho Econômico Para o Acionista.....	14
2.3 - Estudos anteriores.....	14
<b>3 - METODOLOGIA.....</b>	<b>15</b>
3.1 - Amostra.....	15
3.2 - Variáveis.....	15
3.3 - Procedimentos de coleta .....	16
3.4 - Hipótese.....	16
3.5 - Testes .....	17
<b>4 - RESULTADOS.....</b>	<b>17</b>
4.1 - Estatística descritiva.....	17
4.2 - Teste da hipótese .....	18
<b>5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>19</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>20</b>

## 1 - INTRODUÇÃO

É comum o investidor comprar títulos com ágio ou desconto (deságio) na emissão inicial de títulos de dívida pelas empresas. Conforme Grinblatt e Titman (2005), o processo para preparação e registro dos títulos no órgão regulador (CVM no Brasil, SEC nos EUA) pode levar algum tempo, de modo que a demanda pelos títulos, no momento da emissão, pode ser bastante diferente da que existia quando a empresa decidiu estabelecer o valor de face do seu título de dívida. Se, na emissão, houver grande procura pelo papel, seu preço sobe e a empresa vende o título por um preço maior que seu valor de face de referência, reconhecendo um ágio; se ocorrer o contrário, a empresa reconhece um deságio.

Quando as empresas decidem captar recursos através de ações, e não de dívidas, apenas a figura do ágio pode acontecer. Para se prevenir das defasagens de preços pelo tempo transcorrido entre a decisão de emitir ações (e regularização do processo burocrático) e a venda efetiva dos papéis no mercado, a maioria das empresas não fixa um valor nominal (valor de face) para os papéis antecipadamente. O preço referencial das ações sem valor nominal é estabelecido no próprio dia da emissão, de acordo com a demanda vigente, e o investidor compra a ação por valor igual ou maior do que a referência fixada, mas nunca abaixo. O ágio na emissão de ações sem valor nominal surge, nesse caso, porque a procura pelo papel pode aumentar ao longo do tempo da emissão elevando o preço pago pelo investidor em relação ao preço de referência da ação.

Outra diferença importante entre a emissão de dívidas e de ações, com respeito à figura do ágio, motiva a realização desta pesquisa. No caso de dívidas, os fluxos de caixa futuros que o investidor irá receber estão previamente definidos, já que a taxa de juros e vencimento, da dívida e dos juros, é dada. Portanto, se na emissão o investidor decide comprar o título de dívida pagando mais que seu valor de face resgatável no vencimento, sua taxa de retorno será menor do que os juros fixados no título. No caso de ações, os fluxos de caixa futuros não são definidos previamente. O investidor que compra esse tipo de papel tem apenas uma expectativa, sujeita a incertezas desses fluxos. Quando, na emissão desses papéis, ele decide pagar mais que o preço de referência fixado no dia da emissão, espera obter retornos no futuro superiores ao sacrifício adicional do ágio que aceita pagar. Tais retornos serão constituídos fundamentalmente dos dividendos que o investidor recebe periodicamente e da mudança nos preços da ação, que varia de acordo com a oferta e demanda do papel no mercado secundário de ações.

Portanto, se as expectativas dos investidores se confirmarem, deve-se esperar que ações adquiridas com ágio na emissão apresentem desempenho médio superior àquelas que foram adquiridas sem ágio. O objetivo deste artigo é verificar se isso efetivamente ocorre. Este é um ponto aparentemente ainda não investigado no mercado de capitais brasileiro, pois não foram encontrados trabalhos similares a respeito. Numa rápida varredura na internet, nos repositórios de trabalhos acadêmicos estrangeiros, como SSRN e REPEC, também não foram encontrados trabalhos que tratem especificamente da relação ágio na emissão de ações com o desempenho.

Para realizar esta pesquisa, foram coletadas, na base de dados ECONOMÁTICA®, as cotações de empresas listadas na BM&FBOVESPA com ágio

e sem ágio no período de 2009 a 2013, sendo que os valores do ano de 2009 foram utilizados apenas a fim de cálculo do retorno para o ano de 2010. Também foram coletados os dividendos por ação totais por ano de cada empresa no período analisado. Destes valores, cotações e dividendos, obteve-se os retornos das ações e sobre eles foi aplicado um teste estatístico de média sobre a amostra de retornos das empresas que realizaram venda de ações com ágio, e de empresas que não realizaram venda de ações com ágio.

Os resultados obtidos demonstram não haver a relação esperada entre o desempenho da empresa e a existência de ágio na emissão de ações, sendo que o teste realizado evidenciou que a média dos retornos das duas subamostras não tem diferença significativa.

Na próxima seção, será apresentado o referencial teórico. Na seção 3, é apresentada a metodologia utilizada para a pesquisa e para a apuração dos resultados, que serão apresentados na seção seguinte. A quinta e última parte traz as considerações finais e conclusivas acerca do estudo.

## **2 – REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 – Ações, debêntures e mercado de capital.**

Segundo o Manual de Contabilidade societária, “ação é a menor parte em que se divide o capital social da companhia” (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010, p. 346). Quando um investidor aceita pagar um preço maior de uma ação com relação a seu preço nominal, ele espera um prêmio que compense o valor pago a mais. Este valor é o ágio. Segundo o mesmo manual, ágio na emissão de ação é “o excedente, ou seja, a diferença entre o preço de subscrição que os acionistas pagam pelas ações à Companhia e seu valor nominal” (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010, p. 347). Marion (2009) segue a mesma linha, definindo ágio como o lucro excedente entre o valor nominal da ação e o seu valor de venda ao público. A conta de Ágio Na Emissão de ações é apresentada no Patrimônio Líquido do Balanço Patrimonial de uma companhia. Aparece separada do Capital Social, pois é um valor que o excede, e que ainda não foi incorporado.

Entre as principais funções do mercado de capitais está a de ocorrer captação de recursos por parte da companhia (SANVICENTE, 2001), com o intuito de realizar projetos de investimento. Nesse tipo de captação, que provém diretamente do público, as condições costumam ser mais vantajosas do que as de empréstimos e financiamentos. Quando é decidido pelas empresas captar recursos dessa forma, é feita uma nova emissão de valores mobiliários no mercado, chamado, nesse caso, de mercado primário. Representados em sua maioria por ações ou debêntures, os títulos mobiliários, em sua venda primária estão associados a uma operação de *underwriting* que ocorre quando a colocação de títulos no mercado é feita sob a coordenação de uma instituição financeira. Estas instituições podem ser sociedades corretoras, distribuidoras de valores mobiliários ou um banco de investimento. LUCHT *et al.* (2010) nos trazem os três tipos de *underwriting*, listados a seguir:

1. *Underwriting* firme ou puro: A instituição financeira intermediadora subscreve todo o lote de títulos, paga-os integralmente à empresa emitente e se

encarrega de colocá-los posteriormente no mercado. O risco é totalmente assumido pela intermediadora.

2. *Best effort Underwriting*: A instituição intermediadora não assume nenhuma responsabilidade e nenhum risco, comprometendo-se apenas a fazer o melhor esforço na venda.

3. *Stand-by Underwriting*: Também conhecida como subscrição do tipo residual, neste tipo, a instituição financeira compromete-se a absorver os títulos eventualmente não vendidos, garantindo à empresa o recebimento da totalidade dos recursos previstos.

Quando os títulos mobiliários são negociados em mercado de balcão ou em pregões de bolsas de valores, diz-se que são negociados no mercado secundário. Pode ser organizado, ou regulado, e não organizado. Neste mercado, as companhias não mais recebem os valores das vendas, e sim os donos dos títulos. Apesar disso, é o mercado secundário que dá a possibilidade de existir um importante aspecto aos investidores que adquiriram títulos no mercado primário: a liquidez. As operações que ocorrem no mercado secundário representam trocas de recursos e títulos entre investidores e/ou instituições. Possibilita aos investidores a opção de venda ou compra (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2008).

Portanto, as ofertas públicas de ações podem ser primárias e/ou secundárias. Nas ofertas primárias, chamadas de IPO's (*Initial Public Offering*) - mercado primário-, a empresa busca por novos recursos para investimento e reestruturação de obrigações, ou seja, a empresa tem um efetivo aumento de seu capital. As ofertas secundárias, *Follow On* (mercado secundário), por outro lado, proporcionam liquidez aos empreendedores, que vendem parte ou todas as suas ações, num procedimento em que o capital da companhia permanece inalterado, todavia pode ocorrer um aumento na base de sócios.

Os principais títulos emitidos pelas empresas são as ações e as debêntures. Paulo, Cavalcante e Melo (2012) dizem que na oferta pública de ações ou qualquer outro título, os investidores buscam pagar o menor preço possível, em contraste com os gestores da empresa, que buscam a maior captação de recursos. Então, na opção entre ações e debêntures, o investidor deve ter um incentivo para fazer a escolha. Quando se escolhe adquirir uma debênture ou uma ação, no caso de ambos terem existência de ágio, deve-se analisar as possibilidades de recuperação desse valor pago a mais.

As ações, como definido acima, são parte do patrimônio da companhia, e não possuem data de resgate definida e nem uma renda fixa, sendo esta restrita ao ganho de capital e aos dividendos recebidos pelo comprador. Portanto são investimentos que apresentam maior risco. Entretanto, o mercado secundário de ações é mais movimentado que o de debêntures, o que, teoricamente, dá mais possibilidades de recuperação do valor pago a maior, pois a existência do mercado secundário permite a venda das ações quando o dono achar viável. Já as debêntures, possuem uma data de vencimento e renda já pré-determinadas. Deste modo, quando compradas com valor maior que o seu valor de face resgatável no vencimento, terá taxa de retorno menor do que os juros fixados no título. Além de muitas vezes não ser compensatório a negociação de uma debênture adquirida com ágio no mercado secundário.

Deduz-se, então, que os incentivos para a aquisição de títulos com a existência de ágio seja maior para ações, pois as possibilidades de reaver o investimento feito com o valor maior que o de face são maiores.

## **2.2 – Desempenho Econômico Para o Acionista**

Santana e Lima (2004) dizem que

Um dos aspectos mais importantes de medição do desempenho de uma empresa centra-se na comparação entre o retorno que os ativos (investimentos) são capazes de produzir em determinado período e o custo dos recursos alocados.

Ross, Westerfield e Jaffe (2008) definem retorno total como o somatório dos lucros recebidos pelos acionistas, os chamados dividendos, e o ganho de capital sobre o investimento, sendo o ganho de capital considerado uma parte extremamente importante, mesmo que o investidor não tenha vendido suas ações. Ganho de capital seria o quanto o preço da ação subiu. Caso tenha havido perda, o preço da ação diminuiu.

Segundo Fama (1991, *apud* Ceretta e da Costa Jr, 2001, p. 73), o comportamento do preço das ações é casual, portanto, fica complicado aos investidores elaborarem planos de negociação que se sustentam em específicos intervalos de tempo e que produzam taxas de retorno acima do normal. Sendo assim, com novas informações chegando ao mercado de forma aleatória, o preço das ações continuam o seu percurso também de forma aleatória, “pois o preço da ação reflete todo o conjunto de informações disponíveis”.

O retorno econômico é diferente do retorno contábil, sendo que o retorno econômico já considera o risco, e o retorno contábil não leva em consideração o custo de todo o capital.

Sendo assim, o retorno econômico da ação foi o aspecto escolhido neste trabalho como forma de averiguar se existe diferença das médias dos retornos econômicos das ações adquiridas com ágio e das ações adquiridas sem ágio.

## **2.3 – Estudos anteriores**

Os trabalhos que analisam relações entre desempenho da empresa e algum fator determinante para este, são vários. Medeiros e Van Doornik (2008), por exemplo, relacionam empiricamente dividendos, volatilidade de retornos e volumes de negócios no mercado de ações brasileiro, concluindo que “Encontrou-se suporte tanto para uma relação contemporânea quanto dinâmica entre retorno acionário e volume de negócios, implicando que previsões de uma dessas variáveis só poderão ser ligeiramente melhoradas pelo conhecimento prévio da outra”. Primo de Mendonça *et al.* (2012) estudam a relação entre risco idiossincrático e o retorno das ações no mercado acionário brasileiro e “Os resultados mostram que a volatilidade idiossincrática tem uma influencia positiva e significativa sobre o retorno das ações, e que o modelo mais apropriado é aquele que inclui todas as variáveis mencionadas”. Biral (2010) faz uma análise de 69 empresas que abriram o capital entre 2004 e 2008, e chega à conclusão de que estas empresas eram mais eficientes antes do IPO (sigla em inglês para ofertas públicas iniciais de ações) “não sendo possível identificar se houve mudança de desempenho operacional pós-IPO, controlando-se pelo desempenho de empresas similares”. Correia e Amaral (2002) verificaram se a

política de dividendos tem efeito sobre o valor de mercado da empresa e chegaram à conclusão de que tanto o risco sistemático quanto os dividendos são aspectos que explanam a rentabilidade do mercado de ações e que, por consequência, a política de dividendos das empresas é relevante sobre o seu valor de mercado.

Entretanto, Há uma lacuna de estudos que relacionam a existência de ágio na emissão ações com o desempenho das empresas, pois não foram encontrados estudos brasileiros que tratam especificamente da relação entre ágio na emissão de ações e desempenho econômico, e em pesquisas em repositórios internacionais, também não foram encontrados.

### **3 - METODOLOGIA**

#### **3.1 - Amostra**

Foram escolhidas quarenta empresas listadas na BM&FBOVESPA para a realização da pesquisa. Vinte apresentavam o saldo na conta de Ágio na Emissão de Ações, conta analítica pertencente às Reservas de Capital, subconta do Patrimônio Líquido do Balanço Patrimonial anual das companhias, e vinte não apresentavam. O período da pesquisa é entre 2010 e 2013.

O conjunto de dados utilizados na pesquisa são as cotações de fechamento das ações de cada ano no período de 2009 a 2013, além dos dividendos por ação totais de cada ano no período de 2010 a 2013, quando existiram. A partir desses dados, obteve-se o retorno total da ação ao acionista, como forma de medir o desempenho econômico da empresa. Importante ressaltar que as cotações coletadas do ano de 2009 foram usadas apenas para o cálculo do retorno no ano de 2010.

#### **3.2 - Variáveis**

- Ágio Na Emissão de Ações

Esta variável foi considerada, não como componente do cálculo, e sim como fator selecionador de empresas para a realização do estudo: empresas que emitiram ações com ágio formaram um grupo (GRUPO 1), e empresas que não emitiram ações com ágio, formaram outro (GRUPO 2). No ano em que as empresas do grupo 1 não possuísem o saldo na conta, o retorno não foi calculado.

- Retorno Das Ações

Variável calculada usada como base para realizar o teste da hipótese. Por uma questão de estética, os subscritos do grupo e da ação foram suprimidos na seguinte expressão, que representa a forma de cálculo do retorno.

$$r = \ln \left( \frac{P_t + DIV_t}{P_{t-1}} \right)$$

Onde:

r = Retorno da ação da empresa "i", do grupo "j"

ln = Operador de logaritmo natural

$P_t$  = Cotação da ação da empresa “i”, pertencente ao grupo “j” no final do ano “t”

$P_{t-1}$  = Cotação da ação da empresa “i”, pertencente ao grupo “j”, no final do ano “t-1”

### 3.3 - Procedimentos de coleta

Todos os dados necessários para os cálculos dos retornos das ações foram coletados na base de dados ECONOMÁTICA®, que nos fornece dados de mercado e dados contábeis.

Primeiramente, foram verificadas as empresas que continham saldo de ágio na emissão de ações em sua conta no Patrimônio Líquido do Balanço Patrimonial anual. Destas empresas, foram selecionadas vinte, dando preferência àquelas que tinham o saldo durante os quatro anos de análise, e coletadas as cotações de fechamento dos anos de 2009 a 2013. Ainda assim, houve algumas empresas que em algum ano não tinham o saldo. Neste ano, o retorno destas não foi calculado, por isso o número de amostra do grupo 1 foi menor que o do grupo 2.

A segunda ação de coleta foi a das cotações de fechamento anuais de 2009 a 2013 de vinte empresas que não continham saldo de ágio na emissão de ações em nenhum ano do período analisado.

Para ambos as situações, caso a empresa obtivesse mais de um tipo de ação negociada, a escolha do tipo para coleta de cotação foi baseada no que havia mais volume negociado.

Enfim, foram coletados os totais por ano dos dividendos por ação de cada uma das empresas selecionadas, no período de 2010 a 2013. Não foram coletados os dividendos das empresas com ágio, assim como das cotações de fechamento, em anos em que não havia saldo na conta de ágio na emissão de ações.

### 3.4 - Hipótese

O ágio na emissão de ações pode ser um indicativo de que o retorno total das ações que são compradas com um valor maior que o de face é maior que o da ação sem ágio. Levando isso em conta, o estudo conta com duas hipóteses:

- $H_0 = \bar{r}_{i1} = \bar{r}_{i2}$

Onde:

A média dos retornos das ações do grupo 1 não tem diferença significativa com relação ao retorno das ações do grupo 2

- $H_1 = \bar{r}_{i1} > \bar{r}_{i2}$

Onde:

A média dos retornos das ações do grupo 1 são maiores que a média dos retornos das ações do grupo 2.



### 3.5 - Testes

Foi realizado um teste de médias com duas amostras de variâncias iguais, uni-caudal, pois se espera que o retorno do grupo 1 seja maior que o retorno do grupo 2, e não apenas diferentes. Esse teste é utilizado quando se quer verificar se a média entre duas amostras, com variâncias equivalentes, são iguais (STEVENSON, 1986). A realização deste teste tem como objetivo validar ou rejeitar a expectativa do estudo, que é a de que os retornos das ações de empresas com saldo na conta de ágio na emissão de ações são maiores que os das empresas sem.

## 4 - RESULTADOS

### 4.1 - Estatística descritiva

Para início das análises, observaremos primeiro a tabela 1, que contém as estatísticas descritivas da amostra de cotações colhidas e dos retornos calculados, de cada grupo.

**Tabela 1: Estatísticas descritivas dos preços e retornos das ações de empresas com ágio e das ações de empresas sem ágio**

Estatística	$P_{ta1}(em R\$)$	$R_{a1}$	$P_{ta2}(em R\$)$	$R_{a2}$
Média	20,524	0,015	14,324	-0,015
Mediana	16,771	0,086	11,622	0,012
Desvio padrão	17,768	0,512	10,217	0,465
Mínimo	1,08	-1,85	0,30	-1,466
Máximo	113,6	1,526	42,95	1,102
N	71		80	

Fonte: Elaborado pelo autor

No período analisado, a média do preço das ações do grupo 1 (R\$ 20,52) foi maior que a média do preço das ações do grupo 2 (R\$ 14,32). Assim como a média dos retornos do Grupo 1 (1,5%) foi maior que a média dos retornos do grupo 2 (-1,5%). Nesse caso, poderia ser inferido que o retorno das ações do grupo com ágio é diferente dos retornos das ações do grupo sem ágio, sendo os do primeiro grupo maiores. Entretanto, os desvios padrões dos retornos das duas subamostras são elevados, sendo de 51,2% para os retornos do grupo 1 e 46,5% para os retornos do grupo 2. Essa grande dispersão em torno da média, pode ser percebida também quando se analisa os mínimos e os máximos das variáveis. É possível ver que os extremos são distantes um do outro. Para as cotações, os valores foram de R\$1,08 até R\$113,60 para o grupo 1 e de R\$0,30 até R\$42,95 para o grupo 2. Para os retornos, também para os dois grupos houve uma dispersão grande. Para o grupo 1, existiu algum retorno de 152,6% e também de -185% e para o grupo 2 valores de -146,6% até 110,2%. Então, mesmo as médias sendo diferentes em termos absolutos, quando analisadas em conjunto com os desvios padrões, considerando suas dispersões, elas se aproximam.

As medianas das cotações das ações foram ambas abaixo da média, significando uma assimetria à esquerda, diferenciando-se de uma curva normal. Já as medianas dos retornos das duas subamostras foram ambas maiores que as médias dos retornos, significando uma assimetria à direita. A análise das

medianas pode ser um indício de há uma igualdade de médias, pois as variáveis das duas subamostras têm comportamentos semelhantes.

#### 4.2 - Teste da hipótese

A Tabela 3 apresenta o resultado do teste estatístico de médias realizado.

**Tabela 2: Teste estatístico de médias para os retornos dos grupos de ações com ágio e sem ágio**

	<i>Variável 1</i>	<i>Variável 2</i>
Média	0,015	-0,015
Variância	0,262	0,217
Observações	71	80
Variância agrupada	0,238	
Hipótese da diferença de média	0	
Gl	149	
Stat t	0,384	
P(T<=t) uni-caudal	0,351	
t crítico uni-caudal	1,655	
P(T<=t) bi-caudal	0,702	
t crítico bi-caudal	1,976	

Fonte: Elaborado pelo autor

A estatística *t* encontrada foi de 0,38, contra um *T crítico uni-caudal* de 1,65. Somente se a estatística *t* fosse maior que o *T crítico uni-caudal* haveria diferença entre as médias dos retornos das duas amostras. Como ficou abaixo deste valor, não há diferença significativa. Este aspecto pode ser analisado tanto pela estatística *t*, como pela probabilidade de o *t* encontrado ser maior ou igual que o *T crítico uni-caudal*, que é apenas de 35,1%. Em outras palavras, o valor de *t* será igual ou menor que o *T crítico uni-caudal* em 64,9% dos casos. Como o teste é feito com nível de 95% de significância, não a 35%, a hipótese nula, de que os retornos dos dois grupos de variáveis não são diferentes, não é rejeitada.

O resultado chega a ser surpreendente, pois talvez uma das razões para que os investidores aceitem comprar uma ação com valor maior que o de face, seria a de que os retornos destas poderiam ser maiores que as ações que são adquiridas sem ágio.

Uma possível explicação de que os retornos encontrados não são diferentes, é que o mercado é eficiente. Como pode ser visto nos trabalhos de Fama (1970, 1991 *apud* Martins, Paulo e Albuquerque, 2013, p. 352)

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) de Fama (1970, 1991) sugere que, em um mercado equilibrado, os preços dos ativos sempre fornecem sinais adequados para a alocação de recursos, isto é, as empresas podem tomar decisões de produção e investimento e os investidores podem escolher ativos que representam a posse dessas empresas, sob a hipótese de que os preços desses ativos sempre refletirão todas as informações relevantes disponíveis.

Trazendo o conceito de mercado eficiente para o contexto deste estudo, podemos inferir que, se as pessoas começam a ter retornos anormais em algum

grupo de ação, a procura por essa ação vai aumentar. Logo, se a procura por ela vai aumentar, o preço vai subir. Então, com o aumento da demanda, o preço sobe e o retorno aumenta. Entretanto, este aspecto atrairá a atenção de muitos investidores, e como haverá muita procura dessa ação, o retorno dela diminuirá para patamares normais. Ou seja, não é possível, dado o mercado eficiente, se obter retornos anormais em um longo período, porque se isso acontecesse, as pessoas iriam todas comprar aquela ação e, ao aumentar a procura, o preço subiria transitoriamente e depois todos, ao não obter o retorno, a venderiam, e, conseqüentemente, o preço cairia. Logo, só seria possível a obtenção de retornos anormais no curto prazo. Portanto, é possível que em algum período intermediário, no curto prazo, ou logo depois da emissão, fossem encontrados retornos anormais, mas em um período maior, os retornos se normalizariam e estariam novamente na média.

## **5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O presente estudo tem por objetivo verificar se as ações que eram compradas com um valor maior de face tinham valores de retorno maiores do que ações que eram emitidas sem ágio. Pela amostra de cotações e dividendos de vinte empresas que continham saldo de ágio na emissão de ações e vinte empresas que não continham este saldo, calculou-se o retorno. Sobre os retornos, divididos em dois grupos, foi aplicado um teste estatístico de médias, que comprovou que não houve diferença, no período de 2010 a 2013 nos retornos de ações que foram vendidas com ágio e de ações que foram vendidas sem ágio. Pela lógica conceitual e econômica, pode ter havido um retorno anormal do grupo de ações com ágio, em momentos pontuais, não quando considerado um período largo, pois o retorno anormal atrai a atenção de mais agentes e cai para patamares normais.

Provavelmente não é possível analisar este tipo de comportamento de retornos observando um período muito grande, pois nesse largo período, o retorno que, eventualmente, pode ter sido anormal, já terá se regularizado. Talvez seja o caso de se analisar esse fenômeno com uma metodologia diferente, por exemplo, um estudo de evento, como se logo após a compra da ação com ágio, a empresa teve um desempenho acima da média e o investidor vendeu suas ações, ganhando um retorno anormal. Então, para futuras análises da relação entre ágio na emissão de ações e o desempenho da empresa, aconselha-se seguir outro tipo de metodologia, pois a que este estudo seguiu, não corroborou as expectativas.

O estudo ocorreu com algumas limitações. As empresas listadas na bolsa só mostravam o saldo de ágio na emissão de ações no Patrimônio Líquido a partir do ano de 2009, delimitando, portanto, o cálculo do retorno para o período de 2010 a 2013, resultando em uma amostra relativamente pequena, de 71 retornos de empresas com ágio e 80 de empresas sem. Além disso, o saldo na conta de ágio na emissão de ações permaneceu constante durante o período analisado em muitas das empresas que o continham, como se as empresas não tivessem feito novas emissões, ou se fizeram, não teve pagamento de ágio. O ideal seria, se possível, considerar somente as empresas que tinham mudança no saldo de ágio a cada ano.

## REFERÊNCIAS

BIRAL, R. A. F. **A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas? uma evidência da onda de IPOS 2004-2008.** 2010. 50 f.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

CERETTA, Paulo Sergio; DA COSTA JR, Newton CA. Particularidades do mercado financeiro latino-americano. **Revista de Administração de Empresas**, v. 41, n. 2, p. 72-77, 2001.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. **XXVI Enanpad**, 2002.

FAMA, E. F. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work.* *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. F. *Efficient capital markets: II.* *Journal of Finance, New York*, v. 46, n. 5, p.1575-1617, Dec. 1991.

GRINBLATT, MARK; TITMAN, SHERIDAN. **Mercados Financeiros & Estratégias Corporativas.** Bookman, 2005.

IUDÍCIBUS, Sérgio de et al. Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. **São Paulo: Atlas**, 2010.

LUCHT, Evelin *et al.* Grupo Pão de Açúcar, Sadia e Votorantim inserção no mercado financeiro e bolsa de valores.< [http://www.unifae.br/publicacoes/pdf/iiseminario/iniciacaoCient%C3%ADfica/iniciacao\\_02.pdf](http://www.unifae.br/publicacoes/pdf/iiseminario/iniciacaoCient%C3%ADfica/iniciacao_02.pdf). Acesso em 31/10/2014>

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial: a contabilidade como instrumento de análise, gerência e decisão, as demonstrações contábeis:** origens e finalidades, os aspectos fiscais e contábeis das leis em vigor. Atlas, 2009.

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson; ALBUQUERQUE, Pedro Henrique Melo. Negociação com informação privilegiada e retorno das ações na BM&FBovespa. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 53, n. 4, p. 350-362, 2014.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; DOORNIK, Bernardus Ferdinandus Nazar Van. A relação empírica entre dividendos, volatilidade de retornos e volume de negócios no mercado de ações brasileiro. 2008.

PAULO, Edilson; CAVALCANTE, P. R.; MELO, I. I. Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. 2009.

PRIMO DE MENDONÇA, Fernanda *et al.* A Relação entre Risco Idiossincrático e Retorno no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 23, n. 60, 2012.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, R; & JAFFE, J. F. Administração financeira: *Corporate finance*. **São Paulo: Atlas**, 2008.

SANTANA, Luciene; LIMA, Franciane Gonçalves. EBITDA: uma análise de correlação com os retornos totais aos acionistas no mercado de capitais brasileiro. In: **I Congresso da USP de Iniciação Científica em Contabilidade**. 2004.

SANVICENTE, Antonio Z. A evolução recente do mercado primário de debêntures. **Revista da CVM**, n. 34, p. 63-70, 2001.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, c1986. 495 p.