

Por que há retornos anormais nas aberturas de capital?

Ricardo Leal

Doutorando da COPPEAD, Mestre em Administração, Professor do Departamento de Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Coordenador do IAG e membro da American Finance Association e da Association for Investment Management and Research

INTRODUÇÃO

Os retornos elevados constatados nas aberturas de capital não são novidade. O médio observado, considerando o preço de emissão e as primeiras negociações em bolsa, é elevado mesmo quando ajustado para o retorno do mercado no mesmo período. O fenômeno ocorre nos mais diversos países⁽¹⁾. A razão para esses retornos anormais intriga os pesquisadores. Diversas hipóteses foram formuladas para explicá-los, algumas com embasamento teórico mais sólido do que outras, as quais, contudo, têm forte apelo no meio profissional. Este trabalho examina algumas dessas hipóteses e seus testes empíricos.

Há só duas formas de ocorrer retornos acima do esperado para o preço de mercado de uma nova ação. A primeira porque se comprou barato, havendo deságio a partir do preço de mercado esperado para o cálculo do preço de emissão. A maioria das hipóteses sobre o retorno inicial anormal nas ACOPAS⁽²⁾ admite ser ele gerado por um deságio. Elas diferenciam-se ao explicarem porque se pratica o deságio. A outra possibilidade é o preço de mercado estar acima do que deveria, enquanto o de emissão reflete corretamente o valor de mercado da empresa, ou seja, comprou-se pelo preço justo mas vendeu-se caro. É a hipótese da bolha especulativa. Essas duas formas podem acontecer juntas, o preço de emissão pode estar mais baixo e o de mercado mais alto do que deveria. O melhor dos dois mundos.

Este trabalho, além da introdução, está dividido em três partes e em cada uma serão apresentadas as evidências empíricas relacionadas. Inicialmente serão contempladas as hipóteses mais populares, formuladas nos primeiros trabalhos sobre o assunto. Em segundo lugar serão abordados os modelos que explicam o deságio em função da assimetria de informação entre os participantes do *underwriting*. Finalmente será examinada a hipótese da bolha especulativa, ainda incipiente mas com algumas evidências empíricas favoráveis.

A estrutura de apresentação dos modelos é uma adaptação da usada por Tiniç (1988), entretanto, o modelo desenvolvido pelo autor não será examinado. Para ele os deságios são um seguro contra eventuais processos judiciais movidos por investidores, insatisfeitos com o resul-

tado da emissão, e uma proteção para o *underwriter* e para a empresa emissora. Tiniç argumenta haver evidências a favor de sua hipótese ao examinar emissões anteriores ao *Securities Act* de 1933, o qual instituiu a Comissão de Valores Mobiliários americana, várias exigências de *disclosure* e penalidades. Antes de 1933 as aberturas de capital não apresentavam retornos iniciais de magnitude igual à dos praticados atualmente. A evidência brasileira não favorece Tiniç. Comparando os resultados obtidos por Ness & Pereira (1980), para um período anterior à criação da CVM, com os de Leal (1988/89), para o período posterior, constata-se que os retornos anormais diminuíram após 1977, ano do início de operação da CVM. Outro fato que torna a hipótese de Tiniç pouco interessante é o despreparo dos tribunais brasileiros para as questões do mercado de capitais. Talvez sua teoria possa ser vista de outra forma no Brasil. Como o investidor não acredita conseguir alguma coisa recorrendo aos tribunais, exige retornos iniciais elevados.

HIPÓTESES TRADICIONAIS

Entre as razões que tradicionalmente explicam o deságio nas emissões não-sazonadas destacam-se⁽³⁾:

- A colocação mais fácil de papéis mais baratos. O investidor fica satisfeito com o retorno obtido e a empresa com a distribuição rápida de seus títulos.
- Uma emissão bem-sucedida é aquela colocada rapidamente. Se há garantia firme, o *underwriter* deseja um *turn-over* rápido de seu capital. Isso é facilitado pelo preço de emissão baixo.
- Os *underwriters* podem receber parte de suas comissões em ações ou opções para a compra de ações. Eles beneficiam-se, diretamente, no caso do preço da ação ser baixo.
- Os investidores passarão a ter benevolência maior com as emissões subsequentes⁽⁴⁾ e seus executivos, caso sejam possuidores de opções para a compra das ações, também podem ter sido beneficiados.

Tiniç (1988) refuta o interesse do *underwriter* em baixar o preço para reduzir sua exposição ao risco. Se esse fosse o caso, argumenta o autor, as emissões com garantia

filme deveriam apresentar retornos iniciais maiores do que as colocadas por melhores esforços (sem garantia). Isso não acontece no mercado americano. Contudo, há comissões de garantia e outros custos na colocação, os quais fazem parte da compensação do *underwriter* (5). Esta questão não foi considerada por Tiniç. É razoável ser maior a compensação total do *underwriter* na garantia firme, entretanto, também parece razoável que um investidor demande retornos menores de emissões com garantia firme. O maior envolvimento do *underwriter* com a emissão sinaliza risco menor. A emissão por melhores esforços, se não for integralmente colocada, afeta a reputação do *underwriter*. Como o capital de reputação é um de seus principais ativos, não desejará colocá-lo em risco, tendendo a intermediar somente emissões com garantia firme. No Brasil há evidências de que os arranjos para colocação por garantia firme apresentam retornos maiores e os por melhores esforços retornos menores. Isso pode refletir uma estrutura não-competitiva no mercado de *underwriting* brasileiro (6). É um custo adicional, pois é razoável ter o *underwriter* de reputação as mesmas preocupações que seus congêneres americanos.

O autor também refuta a hipótese de serem favorecidos os clientes preferenciais dos *underwriters*, recebendo com maior frequência lotes das emissões que podem oferecer maiores retornos iniciais. Ele baseia-se na estrutura competitiva do mercado americano, a qual penalizaria os *underwriters* que agissem dessa forma com a perda de participação no mercado. A evidência apresentada por Tiniç é fraca, pois encara os clientes preferenciais como investidores institucionais, não constatando relação entre as comissões pagas e a alocação de emissões que oferecem maiores retornos iniciais. Contudo, o cliente preferencial não é, necessariamente, o que paga comissões mais altas ou o investidor institucional. Ele pode estar entre os maiores clientes de cada *underwriter*, mas varia bastante entre as diferentes instituições financeiras.

Pode-se concluir que nenhuma das hipóteses tradicionais pode ser descartada, todas merecem maior investigação. O próprio Tiniç afirma: "é justo dizer que nenhuma hipótese recebeu suporte empírico decisivo para rejeitarem-se hipóteses alternativas razoáveis".

HIPÓTESES SOBRE A ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Há três hipóteses importantes neste segmento. A primeira refere-se à assimetria informacional entre a empresa emissora e o mercado, mediada pelo *underwriter*. A segunda analisa a assimetria entre os investidores. A terceira associa o prestígio do *underwriter* ao resultado da emissão.

Assimetrias entre a empresa e o mercado

Baron (1982) estudou a assimetria entre a empresa e o mercado. O *underwriter* seria o único capaz de superá-la por conhecer melhor as condições do mercado. A empresa delega a ele a decisão sobre o melhor preço de colocação de suas ações, permitindo-lhe oferecê-las a um preço menor

que o esperado no mercado. O retorno inicial será superior em razão da maior incerteza sobre o preço de equilíbrio no mercado secundário. Um aspecto não mencionado por Baron deve ser incluído nos serviços prestados pelo *underwriter*, ou seja, o fato de ser ele, de certa forma, que tem os compradores do papel.

Muscarella & Vetsuypens (1989) conceberam um teste engenhoso para o modelo de Baron. Se há assimetria de informação entre o *underwriter* e o emissor, então não devem ser observados retornos anormais quando o *underwriter* também é o emissor. Isto é, emissões do próprio *underwriter*, quando ele faz parte do consórcio que as distribui, não devem sofrer qualquer deságio.

De fato os autores encontraram evidência de deságio mesmo para essas emissões. A amostra de 38 emissões de bancos de investimento americanos, entre 1970 e 1987, apresentou excesso de retorno de 7% para o primeiro dia de negócios. Mesmo controlado para o tamanho e o período da emissão, o resultado não apresentou variações. As emissões com maior retorno foram aquelas em que o emissor também atuou como líder na distribuição dos papéis. Isto é inconsistente com o modelo de Baron.

Há, porém, um resultado intrigante. Ao examinar os retornos nos 20 primeiros dias de negócios, houve a tendência de resultados negativos para as emissões nas quais o banco de investimentos participava do consórcio de distribuição mas não liderava a emissão. Muscarella & Vetsuypens não produziram explicação para o fenômeno.

Há, também, uma armadilha no teste apresentado acima, reconhecida pelos autores. A regulamentação americana exige que o *underwriter* busque a certificação de outro *underwriter* independente para o preço de emissão de sua oferta de ações. Segundo evidência não-empírica, as instituições financeiras procuram *underwriters* que concordem com o preço proposto por elas, introduzindo um viés importante no teste do modelo de Baron realizado por Muscarella & Vetsuypens. O emissor/*underwriter* é quem melhor pode prever a que preço deve colocar seus papéis. Contudo, se as vantagens de tornar-se uma empresa aberta forem grandes, ele estará disposto a vender seus papéis com desconto, visando a não revelação de informação privilegiada a seu respeito para o *underwriter* independente, o qual, afinal, é um concorrente. Se isto for verdade, o teste desses autores enfraquece-se e o modelo de Baron permanece.

Assimetrias entre os investidores

Para Rock (1986) há investidores informados e não-informados. Os primeiros incorrem em custos de análise de investimentos, os demais não. Os investidores não-informados sofrem da praga do vencedor, ou seja, quando têm acesso às emissões, elas oferecem os piores retornos, se obtêm uma boa emissão, não conseguem comprar a quantidade desejada. Segundo o autor a principal razão para os retornos iniciais anormais observados é o raciocínio, sendo maior a demanda que a oferta de títulos.

Como o investidor informado prevê melhor o preço inicial de mercado de uma ação, só participa das emissões

cujos retornos iniciais esperados sejam maiores que o custo incorrido na obtenção de informações. Como não é capaz de absorver todos os novos papéis, é necessária a existência do investidor não-informado. Sabendo que não conseguirá adquirir a quantidade desejada ou que haverá grande probabilidade de obter retorno ruim, o investidor não-informado demanda retornos mais elevados para comprar novas emissões, como forma de compensação. Esses retornos elevados seriam obtidos através de deságio a partir do preço esperado no mercado.

Mas, se há demanda maior que a oferta, por que as empresas concordam com o deságio? A pergunta pode ser colocada de outra forma: Haveria demanda excessiva se não houvesse promessa de retornos anormais? Talvez não. Como ninguém sabe qual será o preço de mercado do novo título, a empresa emissora e o *underwriter* concordam com um preço de emissão que atraia a demanda. Como o investidor não-informado sabe que ficará só nas emissões ruins, as quais não pode identificar *ex-ante*, ele exige retorno médio que lhe compense o custo de oportunidade. Em equilíbrio, de acordo com Rock, o retorno inicial em aberturas de capital, ajustado à probabilidade de acesso à emissão, não deve ser maior do que a taxa livre de risco na economia.

Um problema prático, para testar as hipóteses de Rock, é a falta de informações sobre o racionamento. Os *underwriters* americanos não revelam os pedidos recebidos, talvez para não demonstrar formas de alocação pouco equitativas. No Brasil o problema, certamente, deve ser o mesmo. Em Cingapura normas mais rigorosas de *disclosure* asseguram o acesso às quantidades pedidas e realmente adquiridas pelos investidores. Lá há forte racionamento e um sistema singular para resolver a questão. A demanda é subdividida segundo o tamanho da oferta de compra. Para cada segmento a empresa emissora decide como alocar os novos títulos, podendo mesmo recorrer a sorteios. A legislação local favorece a pulverização, havendo, portanto, forte inclinação para favorecer os pequenos investidores⁽⁷⁾.

Koh & Walter (1989) simularam os retornos iniciais que resultariam de diferentes ofertas de compra com base em uma amostra de ACOPAS. Os retornos tendem a ser maiores para os grandes investidores (aqueles que colocaram as maiores ofertas). Contudo, quando se ajustam os retornos à probabilidade de recebimento da quantidade demandada, eles não são significativamente diferentes da taxa livre de risco⁽⁸⁾.

Para os pequenos investidores a probabilidade de uma alocação é significativamente maior em emissão de retorno inicial negativo (*ex-post*) do que em emissões apresentando retornos positivos (*ex-post*, também). Mesmo entre estas últimas, há maior probabilidade de se receber um lote de ações numa emissão de retorno menor do que numa de retorno maior observado *ex-post*.

Os grandes investidores deslocam os pequenos quando percebem maior possibilidade de ganhos. Koh & Walter (1989) constatam ser a sensibilidade dos grandes investidores a maiores ganhos nove vezes maior do que a dos pequenos, sendo uma verificação clara dos chamados por

Rock (1986) de informados e não-informados. Os primeiros ganham às custas dos demais e aderem, predominantemente, às emissões que acabam apresentando os melhores retornos no dia inicial de negócios.

No Brasil podemos considerar o mesmo esquema de investidores informados e não-informados. Os níveis de profissionalização do mercado e a formação dos profissionais não podem ser considerados ótimos. Se abstrairmos de eventuais utilizações de informação privilegiada, os investidores informados são aqueles que incorrem em custos para obter informações melhores, a partir da análise de investimentos e outros elementos. Os não-informados são os operadores de mercado mais interessados na intermediação da operação do que na investigação do valor dos títulos com os quais negociam ou, ainda, aqueles não capazes ou que não acreditam em análise de investimentos ou em melhores formação e capacitação técnicas levando a resultados superiores. Em ambos os casos os investidores são firmas atuantes no mercado. Considero como marginal a participação de investidores individuais pequenos e, portanto, quando atuam podem ser classificados como investidores não-informados.

Prestígio do *underwriter* e assimetria informacional

Vários pesquisadores relacionaram o prestígio de um *underwriter* com os retornos iniciais anormais nas ACOPAS. O prestígio do *underwriter* influiria sobre os retornos iniciais constatados para os títulos de uma empresa. Beatty & Ritter (1986) fazem duas proposições sobre o retorno inicial anormal observado nas ACOPAS. Eles fundamentam suas proposições no modelo proposto por Rock (1986). Na Proposição I afirmam ser o deságio proporcional à incerteza *ex-ante* da emissão. Na Proposição II dizem estar o deságio diretamente relacionado com o prestígio do *underwriter*.

De acordo com a Proposição I, quanto maior a dificuldade para se prever o valor de mercado de uma nova ação, maior será o deságio exigido pelos investidores não-informados. Os investidores informados incorreriam em custos com análise de investimentos e saberiam o valor de mercado da ação (*v*). Se ele (*v*) é maior do que o preço de emissão (*PE*) compram, então, uma parte da oferta. Caso contrário, apenas os investidores não-informados compram. Estes sabem que, quando têm acesso a uma emissão na quantidade desejada de compra, há grande chance de não obterem bons retornos, portanto, exigem-los para, na média, poderem ter ganhos que cubram seu custo de oportunidade. A exigência é materializada no deságio imposto pelo *underwriter*.

Qual o incentivo que uma empresa emissora teria para conceder o deságio? Nenhuma empresa quer, realmente, abrir mão de dinheiro, mas se isso acontecer o mercado sofrerá com o problema dos limões⁽⁹⁾, isto é: por falta de credibilidade não haverá mercado. Este ponto é bastante interessante e deve ser explorado em futuras pesquisas. O mercado brasileiro de ações padece do mal da falta de credibilidade.

Quem institui o mecanismo de equilíbrio? O *underwriter*. Ele força o deságio para garantir um retorno médio que compense os investidores representativos, ou seja, os não-informados. Por que? O *underwriter* tem capital de reputação em jogo e também não é capaz de prever exatamente o preço de mercado inicial⁽¹⁰⁾. Assim, aquele que vender emissões cujo retorno inicial seja muito alto perderá mercado junto a empresas emissoras. Por outro lado, se suas emissões apresentarem retornos iniciais baixos demais os investidores não-informados abandonar-lo-ão. Ao tentar manter o equilíbrio o *underwriter* precisa estabelecer o preço certo em função da incerteza *ex-ante*.

Os autores realizaram testes empíricos para suas proposições. Suas *proxies* para a incerteza *ex-ante* foram: o inverso do volume emitido e o logaritmo natural de 1, mais o número das destinações declaradas dos recursos. Quanto mais destinações houvesse, maiores seriam as exigências da SEC⁽¹¹⁾ e, portanto, maior a incerteza *ex-ante* da emissão. Os resultados confirmaram a relação constante da Proposição I, desde que as *proxies* utilizadas também reflitam a incerteza *ex-ante*.

Os testes feitos para a Proposição II revelaram perda de participação de mercado para os *underwriters* que estabeleceram preços de emissão muito diferentes dos de mercado. Os autores acreditam que seus resultados suportam a hipótese de serem os *underwriters* os responsáveis pelo equilíbrio no deságio praticado.

No Brasil há evidência de que o tipo de contrato e o prestígio do *underwriter* influem nos retornos observados no mercado secundário. Em testes preliminares⁽¹²⁾ encontrei retornos diferenciados para diferentes categorias de *underwriters*. Os retornos para quem comprou as ações no mercado primário e vendeu no primeiro dia de negócios em bolsa são maiores para as emissões de instituições de primeira linha. Não há retornos anormais para quem vendeu 360 dias após a primeira negociação em bolsa. Isto é exatamente o oposto do que ocorre no mercado americano. Os retornos iniciais elevados podem indicar a existência de uma bolha especulativa ou de exercício de poder de mercado pelos *underwriters* de primeira linha, impondo deságios mais elevados para colocar os papéis de uma empresa.

Em muitos outros trabalhos foi examinada a relação entre a incerteza *ex-ante*, o prestígio e o retorno inicial anormal. Diversos deles foram revistos por Johnson & Miller (1988) e indicaram retorno inicial anormal menor para os *underwriters* com maior prestígio. Se esse retorno é causado pelo deságio, os *underwriters* de maior prestígio impõem deságio menor aos seus clientes. Deveríamos, então, ver as empresas emissoras emitindo somente com *underwriters* de prestígio. Segundo Johnson & Miller não se observa esse movimento. O que pode estar acontecendo é haver uma relação entre a incerteza *ex-ante* de uma emissão e o prestígio do *underwriter* que a realiza. As instituições financeiras com melhor reputação escolheriam participar apenas das emissões consideradas de menor risco, daí os retornos iniciais menores para suas operações, ou seja, ajustado ao risco, o mercado está em equilíbrio. De fato, quando observam a incerteza *ex-ante* os autores não constatarem uma

relação significativa entre o prestígio do *underwriter* e os retornos iniciais anormais. Há, portanto, relação entre a incerteza *ex-ante* e o prestígio do *underwriter*, observada por Johnson & Miller. *Underwriters* de melhor reputação participam de emissões com menor risco *ex-ante*, reforçando o argumento de Beatty & Ritter, ou seja, os *underwriters* sustentam o equilíbrio para o deságio praticado.

O conceito de incerteza *ex-ante* proposto por Beatty & Ritter pode ser operacionalizado de várias formas. Johnson & Miller utilizam o desvio padrão dos retornos nos primeiros 15 dias de negociação, *proxy* indicada por esses autores que não a usaram para não deixar de fora de sua amostra as emissões de *penny stocks*. Para o mercado de Cingapura Koh et alii (1990) utilizam informações fundamentalistas retiradas do prospecto como sub-rogados para a incerteza *ex-ante*.

Koh et alii definem dois períodos de incerteza para o investidor em emissões primárias. O primeiro ocorre entre o registro oficial da emissão e o encerramento do recolhimento das ofertas de compra. Eles chamam-no de incerteza pré-encerramento. O segundo período refere-se à incerteza entre o dia de encerramento da coleta de pedidos de compra e o dia em que a empresa é listada na bolsa de valores, ao qual chamam de incerteza pós-encerramento.

Definem, também, duas fontes para a incerteza. A primeira refere-se aos dados passados da empresa, sua solidez, a capitalização, a flutuação de vendas e os demais indicadores tradicionalmente utilizados que revelam seu grau de maturidade. A segunda fonte de incerteza é a dificuldade de se fazer prospecções sobre o futuro da empresa.

Nos modelos tradicionais para a determinação do valor de uma empresa, este é especificado como a soma do valor dos ativos existentes com o valor presente das oportunidades de crescimento. Koh et alii supõem que existirá relação negativa entre os retornos anormais iniciais e o grau de maturidade da firma. Haverá, também, relação positiva entre esses retornos e a participação relativa das oportunidades de crescimento no valor atual da empresa. Assim, através de elementos disponíveis no prospecto fornecido à época da emissão é possível obter *proxies* para a incerteza *ex-ante*. Os resultados encontrados foram animadores.

BOLHA ESPECULATIVA

Stiglitz (1990) diz que se os preços dos ativos não refletirem os fundamentos, a confiança dos economistas na eficiência da alocação de recursos estará enfraquecida. Se a razão para os preços estarem altos hoje é apenas porque os investidores acreditam que o preço de venda será alto amanhã — quando os fatores fundamentais não justificarem esse preço — existe, então, uma bolha (Stiglitz, 1990).

Pode-se especular que se as pessoas sabem da existência de uma bolha e irá estourar no ano 2000, elas sairão desse mercado em 1999. Contudo, se muitos saírem em 1999 a bolha estourará em 1999. Os investidores sairão, então, em 1998. E assim por diante. Isto levaria alguns a afirmar que as bolhas não existem. Porém, os mercados são imperfeitos e há incerteza sobre quando a bolha estourará: "Uma bolha

pode permanecer por longos períodos de tempo mesmo que *arbitrageurs* reconheçam sua existência e acreditem que ela eventualmente desapareça" (Stiglitz, 1990).

Várias evidências nos mercados de ações sugerem que os preços não refletem somente os fundamentos. Podemos pensar em várias delas para o mercado brasileiro. "Parece plausível para mim, entretanto, interpretar as quedas nos preços de mercado, que ocorrem sem informação nova aparente, como o estouro de uma bolha. (...) Para não-especialistas, o colapso dramático do mercado de ações em outubro de 1987 fornece toda a evidência necessária para provar a existência das bolhas: de outra forma, que evento levou a uma revisão para baixo do valor das ações americanas de um quarto em horas?" (Stiglitz, 1990).

Os retornos iniciais anormais nas emissões não-sazonadas poderiam ser interpretados como uma bolha especulativa. Os preços dos negócios iniciais no mercado não refletiriam os fundamentos, estariam inflados. O preço de emissão poderia ter sido estimado corretamente, sem a indução de um deságio. Ao contrário do que Tiniç (1988), afirma, há evidências quanto ao excesso de retornos positivos ser seguido por excesso de negativos, o que comprovaria a existência e o estouro da bolha especulativa. Nos EUA são apresentadas, em alguns trabalhos, evidências sobre a existência de uma bolha ⁽¹³⁾.

No Brasil existem evidências favoráveis à bolha especulativa nas aberturas de capital (Leal, 1988/89). Não há retornos anormais, um ano após a emissão, para quem comprou no mercado primário. Entretanto, os retornos em excesso, relativamente aos de mercado, para os investidores que compraram ações de empresas que abriram o capital no primeiro dia em bolsa (mercado secundário) são negativos após 90 dias de negócios. Isto quer dizer que, em geral, eles compraram muito cara a ação na bolsa. Quando a amostra é segmentada, entre os *underwriters* de melhor reputação e os demais, esse efeito é ainda mais marcante para as instituições de maior prestígio. Os preços iniciais muito elevados, particularmente para os *underwriters* de maior reputação, revelam uma bolha especulativa para as aberturas de capital. Talvez o *underwriter* não imponha um deságio à empresa; talvez o mercado fique muito quente devido à emissão; meus resultados preliminares lançam dúvidas sobre a eficiência informacional de nosso mercado de capitais.

Reilly & Hatfield (1969) mostram o mesmo tipo de resultado para os EUA. Mas, Aggarwal & Rivoli (1990) testaram o retorno no mercado secundário, segundo os diferentes arranjos de garantia e os níveis de reputação do *underwriter*, e descobriram que o desempenho negativo, depois de um ano, era tanto maior quanto mais prestígio tivesse o *underwriter*. Isto pode sugerir uma bolha especulativa para emissões colocadas por *underwriters* de melhor reputação. O exame do desempenho de longo prazo levanta dúvidas sobre o deságio, pelo menos como prática para os *underwriters* de prestígio.

A eficiência no mercado secundário também é posta em dúvida. Uma das hipóteses pode ser a existência de fases para um novo papel no mercado. A primeira poderia ser bastante especulativa, fortemente influenciada pelos movimentos do *underwriter* e da empresa emissora para garantir a liquidez de seus novos títulos. Essa fase seria seguida de um processo de amadurecimento do papel. Comportamentos diferentes poderiam refletir fases distintas.

OBSERVAÇÕES FINAIS

Aparentemente as hipóteses de Beatty & Ritter (1986) e a evidência sugerida por Aggarwal & Rivoli (1990) parecem conflitantes. Contudo, as hipóteses foram examinadas no curtíssimo prazo e a evidência no longo prazo. Como as duas teorias podem ser razoáveis, talvez seja possível conciliá-las com trabalhos que estudem o comportamento das aberturas de capital no tempo e de acordo com o prestígio dos *underwriters* que as patrocinaram.

É interessante frisar que o fenômeno da bolha especulativa só foi observado porque se dividiu a amostra de emissões segundo o prestígio dos *underwriters*. Os desdobramentos dessas constatações apontam caminhos interessantes para futuras pesquisas.

NOTAS

- (1) Para uma revisão de diversos resultados relativos a EUA, Reino Unido, Austrália, França e Canadá ver Leal (1988/89).
- (2) Aberturas de Capital por Oferta Pública de Ações. No texto será usada essa abreviatura ou a expressão não-sazonadas, indicando ser a primeira emissão de ações de uma companhia feita para sua abertura de capital.
- (3) Ver Reilly & Hatfield (1969, p. 73) e Tiniç (1988, p. 791-792).
- (4) Esta hipótese não será examinada neste trabalho, mas passou a receber, recentemente, tratamento mais sério. Ver Welch (1989) e Allen & Faulhaber (1989).
- (5) Esta questão foi examinada por Booth & Smith (1986) e testada por Bae & Levy (1990).
- (6) Ver Leal (1988/89).
- (7) Ver detalhes no apêndice de Koh & Walter (1989).
- (8) A demanda excedeu a oferta em 30 vezes, na média, em Cingapura. O máximo foi de 248 vezes. Houve racionamento para 66 das 70 emissões examinadas. Das 70, seis apresentaram retornos iniciais negativos, havendo racionamento para três (Koh & Walter, 1989, p. 256).
- (9) Ver Akerlof (1970) e Beatty & Ritter (1986, p. 216).
- (10) Conforme Beatty & Ritter (1986, p. 217).
- (11) *United States Securities and Exchange Commission*, a Comissão de Valores Mobiliários americana.
- (12) Esses testes ainda não estão publicados e serão aperfeiçoados para a definição de reputação utilizada.
- (13) Ver Aggarwal & Rivoli (1990, p. 4).

- AGGARWAL, Reena & RIVOLI, Pietra. *Long-term price behavior of initial public offerings*. (Paper apresentado no Eastern Finance Association Annual Meeting, Apr. 1990).
- AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500, 1970.
- ALLEN, Franklin & FAULHABER, Gerald R. Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, v. 23, p. 303-323, 1989.
- BAE, Sung C. & LEVY, Haim. The valuation of firm commitment underwriting contracts for seasoned new equity issues: theory and evidence. *Financial Management*, v. 19, n. 2, p. 48-59, 1990.
- BARON, D.P. A model of the demand for investment bank advising and distribution services for new issues. *Journal of Finance*, v. 37, p. 955-976, 1982.
- BEATTY, Randolph P. & RITTER, Jay R. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, v. 15, p. 213-232, 1986.
- BOOTH, J.R. & SMITH II, R.L. Capital raising, underwriting and the certification hypotheses. *Journal of Financial Economics*, p. 261-281, Mar. 1986.
- JOHNSON, James M. & MILLER, Robert E. Investment banker prestige and the underpricing of initial public offerings. *Financial Management*, v. 17, n. 2, p. 19-29, 1988.
- KOH, Francis & WALTER, Terry. A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues. *Journal of Financial Economics*, v. 23, p. 251-272, 1989.
- KOH, Francis; JOHNSON, L.W. & KIAT, Thio Boon. Ex-ante uncertainty and the underpricing of unseasoned new issues. In: ARIFF, Mohamed & JOHNSON, Lester W., eds. *Securities markets and stock pricing*. Singapore: Longman Singapore Publishers, 1990. p. 339-354.
- LEAL, Ricardo P.C. Retornos anormais e aberturas de capital no Brasil. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 14, n. 40, p. 33-48, 1988/89.
- MUSCARELLA, Chris J. & VETSUYPENS, Michael R. A simple test of Baron's of IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, v. 24, p. 125-135, 1989.
- NESS Jr., Walter L. & PEREIRA, Reginaldo F. *O mercado primário de ações no Brasil*. Rio de Janeiro: IBMEC (não publicado), 1980, 500 p.
- REILLY, Frank K. & HATFIELD, Kenneth. Investor experience with new stock issues. *Financial Analysts Journal*, v. 25, p. 73-80, Sep/Oct. 1969.
- ROCK, Kevin. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, v. 15, p. 187-212, 1986.
- STIGLITZ, Joseph E. Symposium on bubbles. *Journal of Economic Perspectives*, v. 4, n. 2, p. 13-18, 1990.
- TINIÇ, Scha M. Anatomy of initial public offerings of common stock. *Journal of Finance*, v. 43, n. 4, p. 789-822, Sep. 1988.
- WELCH, Ivo. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance*, v. 44, n. 2, p. 421-449, Jun. 1989.

Recebida em janeiro/91