

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE BH

ANNETH TRINDADE NASCIMENTO DE FARIA

**A MOTIVAÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS PARA REALIZAREM
IPO NO EXTERIOR**

**BELO HORIZONTE
2024**

ANNETH TRINDADE NASCIMENTO DE FARIA

**A MOTIVAÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS PARA REALIZAREM
IPO NO EXTERIOR**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth.

BELO HORIZONTE

2024

ANNETH TRINDADE NASCIMENTO DE FARIA

**A MOTIVAÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS PARA REALIZAREM
IPO NO EXTERIOR**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração.

Aprovada em 21 de outubro de 2024.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Prof. Dr. Roberto Miranda Pimentel Fully
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Prof. Msc. Cleyton Izidoro
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

AGRADECIMENTOS

À minha mãe Maria Izabel Lacerda Nascimento, por ter sido a maior inspiração para os meus estudos.

Ao meu pai Geraldo do Nascimento, por ter me ensinado a ser disciplinada.

Ao meu marido Gilberto Eduardo de Faria, por seu companheirismo, cumplicidade e dedicação.

Às minhas filhas Gardênia, Mantissa e Cheetara Amy, pelo amor incondicional.

À Santíssima Trindade por me proteger sempre.

A todos os Professores que fizeram parte da minha trajetória acadêmica.

“Só o que é bom dura tempo o bastante pra se tornar inesquecível.”

(Alexandre Magno Abrão)

RESUMO

O objeto desta pesquisa foi verificar a valorização das ações brasileiras na comparação com demais empresas que abriram capital no exterior, no período de 2010 a 2022, e se a valorização das ações foi a motivação para o IPO no exterior. Foram analisadas 935, sendo 10 brasileiras, 758 americanas e 167 de diversos países (grupo outros) que abriram capital nas bolsas NASDAQ e NYSE. Os dados, extraídos da plataforma REFINITIV, do site da NASDAQ e do site da NYSE, foram colocados em formato de painel e analisados através de regressões lineares simples e múltipla. Os resultados indicaram que as empresas brasileiras tiveram maior valorização das ações na comparação com as demais empresas analisadas e essa valorização motivou o IPO no exterior. Outro fator que motivou o IPO no exterior foi o movimento do corrente, uma vez que a maioria das empresas brasileiras analisadas são dos setores financeiro e acadêmico. A análise isolada do ano de 2020 (ano da pandemia do COVID-19) não apresentou reflexo significativo na desvalorização das ações das empresas analisadas. Esse estudo inovou no sentido de entender a motivação das empresas brasileiras para abrirem capital no estrangeiro ao invés de optarem pelo mercado de capital brasileiro que possui a própria bolsa de valores (B3).

Palavras-chave: *Underpricing*; IPO; mercado de capitais, preço de oferta de ações, preço de fechamento de ações.

ABSTRACT

The objective of this research was to verify the appreciation of Brazilian shares in comparison with other companies that went public abroad, in the period from 2010 to 2022, and whether the appreciation of shares was the motivation for the IPO abroad. A total of 935 companies were analyzed, 10 of which were Brazilian, 758 American and 167 from various countries (other group) that went public on the NASDAQ and NYSE stock exchanges. The data, extracted from the REFINITIV platform, the NASDAQ website and the NYSE website, were placed in panel format and analyzed through simple and multiple linear regressions. The results indicated that Brazilian companies had a greater appreciation of shares in comparison with the other companies analyzed and this appreciation motivated the IPO abroad. Another factor that motivated the IPO abroad was the movement of the current, since most of the Brazilian companies analyzed are from the financial and academic sectors. The isolated analysis of the year 2020 (the year of the COVID-19 pandemic) did not show a significant impact on the devaluation of the shares of the companies analyzed. This study innovated in the sense of understanding the motivation of Brazilian companies to go public abroad instead of opting for the Brazilian capital market, which has its own stock exchange (B3).

Keywords: Underpricing; IPO; capital market, share target price, share close price.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Observações por grupo de empresas	31
Tabela 2 – Empresas brasileiras da amostra final	32
Tabela 3 – Observações por grupo x setor	33
Tabela 4 – Observações por ano do IPO	38
Tabela 5 – Observações por grupo x bolsa	39
Tabela 6 – Observações por ano x bolsa	39
Tabela 7 – Observações por país de origem da empresa	40
Tabela 8 – Estatística descritiva	41
Tabela 9 – Análise de correlação	44
Tabela 10 – Teste da hipótese H1	46
Tabela 11 – Teste da hipótese H2	48

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1 IPO	15
2.2 IPO NO EXTERIOR	16
2.3 SUBVALORIZAÇÃO DE AÇÕES (<i>UNDERPRICING</i>)	18
2.4 COVID-19	22
2.5 HIPÓTESES DE PESQUISA	24
3 METODOLOGIA	29
3.1 COLETA DOS DADOS	29
3.2 VARIÁVEIS E MODELOS	33
3.3 ANÁLISE DOS DADOS	36
3.4 ASPECTOS PRÁTICOS DOS DADOS	50
4 CONCLUSÃO	53
REFERÊNCIAS	55

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A captação de recursos financeiros é um dos maiores desafios que uma empresa precisa administrar, pois além da necessidade do capital, os gestores precisam angariar recursos da forma menos onerosa possível (Lefebvre, 2023).

Em países como o Brasil, a forma tradicional de captação de recursos são os bancos, os quais detém o controle da maior parte dos recursos, controlam o crédito e o custo deste (Oliveira & Martelanc, 2014). Para fugir dos tradicionais financiamentos bancários empresas maiores buscam o mercado de capitais, onde tomadores e poupadores negociam recursos de forma mais dinâmica e menos onerosa (Soschinski, 2021; Bai et al., 2023).

No mercado de capitais, o IPO (*Initial Public Offering* – Oferta Pública Inicial) se destaca como uma das mais importantes formas de captação de recursos (Aghamolla & Thakor, 2022). O processo de abertura de capital proporciona captação de recursos menos onerosos, no entanto, a empresa passa por considerável transformação estatutária com a chegada dos novos sócios. O IPO requer planejamento financeiro, contábil, jurídico, estatutário, orçamentário, organizacional e de investimentos (B3, n.d; Aghamolla & Thakor, 2022; Hasan & Waisman, 2010; Soschinski, 2021). Além da necessidade de investimento, a publicidade e a visibilidade, são fatores que influenciam empresas e seus pares a optarem pela abertura de capital (Meluzin et al., 2016). O IPO pode ser realizado no país de origem da empresa ou no exterior (Zhang

& Neupane, 2023; Mazumder & Saha, 2021; Bian et al., 2023). Atualmente, no Brasil, a B3 possui apenas 2.795 empresas listadas (B3, n.d.).

No contexto do IPO o *underpricing* é um dos principais focos da literatura. O *underpricing* (desvalorização do valor da ação) corresponde à diferença entre o valor de oferta das ações e o valor de fechamento das ações, sendo este último valor menor que o primeiro (Zhang & Neupane, 2023; Mazumder & Saha, 2021; Bian et al., 2023).

Vários são os fatores que podem influenciar na desvalorização das ações em um processo de IPO. Entre os fatores que contribuem para a desvalorização das ações das empresas está o país de origem do emissor e o país do IPO, com todas as suas particularidades e legislações específicas (Mauer et al., 2015; Cho & Kim, 2023; Neupane et al., 2016; Cui et al., 2021). Arelados a questões econômicas e de mercado, a assimetria informacional e a governança corporativa são, respectivamente, os fatores exógenos e institucionais que mais influenciam a subvalorização, em processos de IPO (Jensen & Meckling, 2008; Magro et al., 2023; Soschinski et al., 2021; Cui et al., 2021; Mehmood et al., 2021; Demir et al., 2023).

Na busca por maior valorização das ações, redução de custos na captação do recurso financeiro e legislações mais transparentes, muitas empresas optam por realizar IPO fora do seu país de origem (Mauer et al., 2015; Cho & Kim, 2023; Neupane et al., 2016; Hasan & Waisman, 2010; Cui et al., 2021). Nesse sentido, a lacuna desta pesquisa foi verificar a possível valorização das ações brasileiras em processos de IPO no exterior, uma vez que, na literatura sobre IPO, não foram identificados estudos sobre esse ponto

específico.

Hasan e Waisman (2010) realizaram um estudo para examinar o desempenho de IPO de empresas que abriram o capital nos EUA. Na pesquisa eles analisam as empresas israelenses, emitentes similares internacionais e nacionais dos EUA que abriram capital no período de 1985 a 2000. Os autores utilizaram o *underpricing* (diferença entre preço de oferta e preço de fechamento das ações) como indicador de incerteza associada às emissões e aos custos das emissões e concluíram que os IPOs das empresas israelenses apresentaram menor subvalorização de suas ações, na comparação com as demais empresas analisadas.

Baseado no estudo de Hasan e Waisman (2010), este trabalho de pesquisa analisou empresas brasileiras que abriram capital nos EUA no período de 2010 a 2022 para responder às seguintes questões: As ações das empresas brasileiras são mais valorizadas no mercado de capital americanos? Qual a motivação das empresas brasileiras, em seus processos de IPO, que desencadeou a oferta de suas ações no mercado de capitais americano?

Para responder aos questionamentos acima, os objetivos deste estudo foram: pelo aspecto da valorização das ações, entender os elementos que mais afetaram o preço das ações nos processos de IPO, verificar se as ações das empresas brasileiras foram mais valorizadas no mercado de capital americano e verificar se a valorização das ações foi a motivação para empresas brasileiras realizarem oferta pública no mercado de capitais americano. Assim como no estudo de Hasan e Waisman (2010), para verificar o comportamento de valorização ou desvalorização das ações das empresas analisadas, foi realizada

comparação dos preços das ações de empresas brasileiras, emittentes similares internacionais e empresas americanas que abriram capital nos EUA.

A justificativa teórica desse trabalho foi baseada em dois pontos: o primeiro ponto foi analisar a possível valorização das ações das empresas brasileiras no mercado americano. No estudo de Hasan e Waisman (2010), os autores concluíram que empresas que abrem capital nos EUA são mais valorizadas. O segundo ponto foi aprofundar os estudos sobre a motivação para empresas brasileiras abrirem capital no exterior, pois é relevante considerar que o Brasil possui um mercado de capitais, tem a bolsa B3 como opção para realizar IPO e realiza abertura de capital no exterior (Oliveira & Martelanc, 2014).

Como justificativa prática, este estudo buscou auxiliar empresas brasileiras, que têm intenção de abrirem capital, para que façam uma análise planejada sobre IPO doméstico ou externo. Uma vez que a abertura de capital requer custo considerável e provoca mudanças significativas na estrutura societária das empresas, elas precisam realizar um planejamento prévio onde deverão ser apontadas as vantagens e desvantagens do IPO. Além disso, após o IPO, a empresa passa a ter vida independente dos agentes envolvidos no processo que antecederam o IPO. Os executivos da empresa precisam estar preparados para essa nova realidade. (B3, n.d.).

Diferentemente do modelo de Hasan e Waisman (2010), este estudo considerou o reflexo da pandemia da COVID-19 na subavaliação em processos de IPO, uma vez que o período analisado contemplou o ano de 2020, considerado pela Organização Mundial de Saúde como ano oficial da pandemia. De acordo com a literatura, pandemias afetam de forma negativa o preço das

ações em processos de IPO (Feng et al., 2023; Baig & Chen, 2021; Fedorova et al., 2022; Zhang & Neupane, 2023; Mazumder & Saha; 2021).

A metodologia utilizada neste estudo foi pesquisa empírica, de natureza quantitativa e descritiva, utilizando dados secundários, retirados da plataforma REFINITIV e dos sites das bolsas NASDAQ E NYSE. Os dados tiveram corte transversal e foram apresentados em formato de painel. A população da pesquisa foi composta por todas as empresas que fizeram IPO nos EUA, especificamente na NASDAQ e na NYSE, no período de 2010 a 2022.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 IPO

A *Initial Public Offering (IPO)* é a parcela do capital social de uma sociedade anônima que passará a ser negociada no mercado financeiro e atrairá para a empresa sócios externos e investimento financeiro. (B3, n.d.).

A abertura de capital, realizada através de oferta pública inicial, é uma das decisões mais importantes a ser tomada por uma empresa. Uma vez tomada, essa decisão reflete diretamente nos processos internos, na governança corporativa, nas estruturas organizacional e societária e na visibilidade da empresa perante o mercado. (B3, n.d.).

O IPO acontece em etapas que variam de acordo com o país da listagem. No entanto, em regra, o processo compreende as fases de planejamento, levantamento e produção de informações, marketing, listagem, período de reserva, *roadshow*, *bookbuilding* e estreia na bolsa. (BTG, n.d.; Espenlaub et al., 2023).

Os principais objetivos do IPO são: lucratividade, expansão, captação de recursos para investimentos, visibilidade para a empresa, melhora da governança corporativa, acesso a novos produtos e mercados. (B3, n.d.; Lefebvre, 2023; Aghamolla e Thakor, 2022; Meluzin et al., 2016).

A maioria das empresas abre seu capital para adquirir recursos

financeiros e aumentar os investimentos relacionados a expansão (Lefebvre, 2023). Outras empresas abrem o capital seguindo o movimento do concorrente e, com isso, mitigam previamente parte da vantagem competitiva (Aghamolla & Thakor, 2022). Os autores analisaram 2.570 empresas no mercado farmacêutico americano e constataram que após o IPO, é possível conhecer a repercussão dos pares, como recepção pelos investidores, desvalorização das ações, receitas e viabilidade do projeto. Empresas menores optam pelo IPO para obterem aumento de publicidade e de valor de mercado (Meluzin et al., 2016). Os autores analisaram 45 sociedades por ações não cotadas e não financeiras, que operam na República Checa e na Polônia e concluíram também que a maioria das empresas analisadas abriram capital para obter capital externo, pois estavam em fase de expansão.

A escassez de recursos e necessidade de desenvolvimento de toda a capacidade produtiva são fatores importantes que levam empresas a realizarem IPO (Hasan & Waisman, 2010).

2.2 IPO NO EXTERIOR

A escolha do país onde as ações da empresa serão ofertadas pode estar relacionada com a característica dos investidores que compram ações e é relevante no processo de abertura de capital, pois influencia principalmente na subvalorização das ações e no custo do processo de IPO (Neupane et al., 2016).

Neupane et al. (2016) analisaram o mercado indiano e concluíram que

apesar da assimetria de informações ser reduzida em função das disposições regulatórias indianas, os padrões de investimentos entre DIIs (investidores nacionais) e FIIs (investidores estrangeiros) são notadamente diferentes.

Fatores exógenos como conhecimento do mercado externo e relações com investidores influenciam na tomada de decisão pelo IPO externo (Mauer et al., 2015). Os autores analisaram 4.994 IPOs no mercado de capitais americano, no período de 1981 a 2012 e concluíram que a própria diversificação global apresenta melhor desempenho no longo prazo do que os IPOs domésticos.

A abertura de capital no exterior também é importante, pois auxilia a entrada das empresas no mercado de capitais estrangeiro. (Cui et al., 2021). Os autores analisaram 290 empresas chinesas que abriram capital na NASDAQ e NYSE, no período de 1993 a 2019 e concluíram que empresas que abrem o capital no exterior passam a ter oportunidades de acesso a produtos e serviços estrangeiros com custo reduzido.

A literatura mostra que algumas empresas possuem relações de licenciamento ou participação acionária no exterior, por isso fazem opção pelo IPO fora do seu país de origem (Hasan & Waisman, 2010). Os autores analisaram o IPO na NASDAQ, no período de 1985 a 2000 e constataram que muitas empresas israelenses possuíam relações de licenciamento ou participação acionária em empresas norte-americanas e por isso optaram por IPO nos EUA.

Outro aspecto do IPO fora do país de origem da empresa é o ganho de oportunidade, principalmente no curto prazo (Cho & Kim, 2023). Os autores analisaram 17.051 IPOs em 23 países e concluíram que investidores

extremamente confiantes são propensos a participarem de IPOs em países onde há uma loteria do mercado de ações. Para os autores, a loteria do mercado de ações seria uma aposta cujo ganho ou perda estão diretamente relacionados à assimetria de informações e a três questões culturais: propensão ao jogo, ausência de religião e individualismo. Para esse tipo de investidor, os autores observaram um fraco desempenho de rentabilidade no longo prazo.

2.3 SUBVALORIZAÇÃO DE AÇÕES (*UNDERPRICING*)

O *underpricing* configura-se como uma subavaliação do valor de emissão das ações (Espenlaub et al., 2023). Para Loghran e Ritter (2004), o *underpricing* é a diferença entre o valor de emissão (valor de oferta) e o valor de fechamento da ação, após a subavaliação do valor de emissão.

Espenlaub et al. (2023) analisaram 547 IPOs da bolsa de Hong Kong no período de 2004 a 2019 com o objetivo de entender a provável causa da diferença entre valor de emissão e valor de fechamento e concluíram que a desvalorização do valor da ação está diretamente relacionada com os incentivos aos subscritores.

Para Loghran e Ritter (2004), o valor da oferta pode diferenciar do valor inicialmente fixado pelo emissor por questões do mercado financeiro ou por razões estratégicas inerentes ao processo de IPO (Loghran & Ritter, 2004). De acordo com os autores, os subscritores utilizam o recurso do *underpricing* para ofertar ações abaixo do valor de mercado e ganhar com a valorização,

umentando os recursos esperados pelos emitentes.

A análise da valorização das ações é fundamental no processo de IPO, pois os ganhos dos subscritores e dos emissores, podem ser alterados de forma significativa (Loghran & Ritter, 2004): a subvalorização das ações, com dinheiro deixado na mesa, pode ser ferramenta para influenciar investidores de risco ao passo que o *spread* das receitas líquidas requer maior transparência no momento das redistribuições entre emissores e subscritores.

A literatura sobre IPO mostra que diversos são os fatores que podem ocasionar a desvalorização das ações, conhecida como *underpricing* (Ljungqvist, 2007; Ahmed et al., 2021; Mauer et al., 2015; Liu et al., 2021; Mehmood et al., 2021; Cui et al., 2021; Zhang & Neupane, 2023; Baig e Chen, 2021).

A assimetria informacional é uma das principais causas da desvalorização de ações em processos de IPO (Ljungqvist, 2007). O autor revisou teorias propostas para explicar o *underpricing* nos processos de IPO sob quatro aspectos que são a assimetria informacional, a instituição, o controle dos acionistas e o comportamento dos investidores. O autor concluiu que a assimetria informacional é uma das principais razões para a subvalorização de preço de ações em uma oferta pública inicial. Apesar disso, o autor constatou que, em alguns casos, o *underpricing* pode ser entendido como uma vantagem do ponto de vista fiscal, o que representa um *trade off* entre o benefício fiscal e o preço das ações. O autor reconheceu que o *underpricing* acontece praticamente em todos os países e a extensão da subavaliação acontece de forma flutuante e sazonal.

Empresas que possuem conselhos altamente independentes e

subscritores com histórico de boa reputação, têm ligeiro aumento no preço de oferta das ações (Ahmed et al., 2021). Os autores analisaram 710 IPOs em sete mercados emergentes no período de 2013 a 2017 para entender os determinantes dos retornos iniciais daqueles países e concluíram que o preço da oferta tem poder preditivo significativo na explicação do subpreço das ações e investidores buscam IPOs mais arriscados para exigirem maiores retornos.

A incerteza dos investidores é determinante para a subvalorização das ações e pode ser considerada como uma forma de compensar os investidores sobre as incertezas relacionadas às operações e estratégias das empresas emissoras (Mauer et al., 2015). Empresas de alta qualidade mitigam a assimetria de informações com o objetivo de reduzir os custos de agência, aumentar a confiança do investidor e diminuir a subvalorização das ações em processo de IPO (Hasan & Waisman, 2010).

IPOs que tem maior cobertura de mídia, atraem mais investidores e tem ações mais valorizadas pelos investidores (Liu et al., 2021). Os autores analisaram todos os IPOs americanos, no período de 1980 a 2004, e constataram que as maiores valorizações de ações são para empresas que têm o benefício da atenção dos investidores. De acordo com os autores, cabe ao subscritor elaborar a melhor estratégia para evidenciar empresas pouco conhecidas, quando essas decidirem por fazer IPO. No estudo, os autores relatam que acontecimentos de grandes proporções, que atraem atenção mundial, como acidentes e pandemias, tendem a afetar negativamente os preços das ações em processos de IPO, pois comprometem a atenção dos investidores.

Questões macroeconômicas dos países anfitriões também devem ser

consideradas pelas empresas nos processos de abertura de capital, pois influenciam na variabilidade lucrativa do IPO (Mehmood et al., 2021). Os autores analisaram empresas listadas na Bolsa de Valores do Paquistão no período de 1992 a 2018, e concluíram que a abertura de capital em épocas de maior rentabilidade pode ocasionar uma valorização do preço das ações no momento da oferta pública.

A identidade cultural do país da empresa emissora é outro aspecto importante para alcançar o reconhecimento por parte do investidor e valorização das ações no processo do IPO (Cui et al., 2021). Os autores analisaram 290 empresas chinesas que abriram capital na NASDAQ e NYSE, no período de 1993 a 2019 e concluíram que, quando a identidade do país da empresa emissora é relevante, a evidenciação cultural do país contribui para os investidores compreenderem as atividades comerciais da empresa. Esse reconhecimento que, de acordo com os autores, tem perspectiva relacionada ao marketing, surte efeito positivo no desempenho do IPO.

Episódios como catástrofes ou pandemias podem afetar o preço de oferta das ações em processos de IPO (Zhang & Neupane, 2023). Os autores analisaram 6.113 IPOs de 32 países no período de 2015 a 2021 para verificar se empresas emissoras durante a pandemia tiveram maior subvalorização. Os autores concluíram que a subavaliação foi 17,6% maior em comparação com o período anterior à pandemia e que o mercado de capitais americano apresentou maior subavaliação nos processos de IPO. Outro ponto observado pelos autores foi que as empresas com melhor desempenho ESG reduziram a subvalorização, pois conseguiram mitigar as incertezas e reduzir a assimetria informacional de forma mais relevante.

Considerando o contexto de pandemia, Baig e Chen (2021) analisaram o efeito da pandemia do COVID-19 no processo de IPO. Os autores analisaram as empresas de IPO nos anos de 2020 e 2021 e compararam com os IPOs ocorridos em 2018 e 2019. A conclusão foi que a incerteza informacional aumentou a subvalorização das ações, acompanhado do aumento da volatilidade dos retornos após o IPO. Para os autores, as incertezas estão em sua maioria relacionadas às intervenções políticas na época da referida pandemia.

2.4 COVID-19

As catástrofes de grandes proporções afetam diretamente o mercado de capitais e conseqüentemente o valor das ações (Zhang & Neupane, 2023; Baig & Chen, 2021; Fedorova et al., 2022; Mazumder & Saha, 2021). De acordo com a literatura sobre IPO e considerando que o período analisado nesse trabalho de pesquisa compreende o ano da pandemia do COVID-19, essa variável será acrescentada no estudo com o objetivo de verificar o reflexo da pandemia no valor das ações negociadas nos processos de IPOs analisados.

A pandemia do COVID-19, reconhecida em 30 de janeiro de 2020 pela Organização Mundial de Saúde (OMS) como Emergência de Saúde Pública de Âmbito Internacional, foi responsável pela redução e subavaliação de IPO conforme estudo realizado por Feng et al. (2023). Os autores analisaram empresas de IPO na China, no período de 2020 a 2022 e chegaram a três

conclusões: a primeira conclusão foi que a pandemia do COVID-19 aumenta a subavaliação do IPO; a segunda conclusão foi que a pandemia do COVID-19 afeta os componentes do setor primário, causando aumento de preço dos subscritores. Em terceiro lugar, os autores concluíram que a subavaliação é percebida para as empresas privadas, mas o mesmo não acontece para as empresas públicas.

A pandemia da COVID-19 não afetou a quantidade de IPO, mas aumentou a incerteza informacional, principalmente no que diz respeito aos setores de alta tecnologia e saúde (Baig & Chen, 2021). Os autores analisaram as empresas de IPO nos anos de 2020 e 2021 e compararam com os IPOs ocorridos em 2018 e 2019. Eles concluíram que a assimetria informacional está, em sua maioria, relacionada às intervenções políticas no mercado financeiro, na época da referida pandemia.

As medidas rigorosas propostas pelos governos em diversos países, durante a pandemia do COVID-19, afetaram a qualidade dos IPOs, aumentando a subvalorização das ações (Fedorova et al., 2022). Os autores analisaram 581 IPOs clássicos no período de 2018 a 2021, realizados nos EUA, e concluíram que as ações políticas para controle da pandemia aumentaram a assimetria informacional e causou desvalorização das ações na maioria dos processos de IPO daquele período.

Em épocas de pandemia, capitalistas de riscos podem aceitar uma subvalorização para compensar os investidores pelo cenário de incertezas e subscritores respeitáveis podem agir com interesse próprio diante de um mercado aquecido (Zhang & Neupane, 2023). Os autores analisaram 6.113 IPOs

de 32 países no período de 2015 a 2021 e consideraram que a pandemia do COVID-19 no mercado financeiro foi sem precedentes e causou a maior queda dos últimos 30 anos, principalmente por causa da assimetria informacional gerada dentro daquele contexto.

As empresas mais novas foram mais afetadas em seus processos de IPO uma vez que o mercado diminuiu 18,6% no ano da pandemia do COVID-19 (Mazumder & Saha, 2021). Os autores analisaram 81 IPO de empresas chinesas no período de janeiro a julho de 2020 e concluíram que o aumento do medo da pandemia foi gradativo e afetou de forma negativamente as decisões dos investidores.

2.5 HIPÓTESES DE PESQUISA

A Figura 1 apresenta um resumo dos principais tópicos do referencial teórico.

Figura 1 - Principais Tópicos do Referencial teórico

TÓPICOS	AUTORES	OBJETIVOS	CONCLUSÕES
IPO	Hasan & Waisman, 2010	Analisar o desempenho dos IPOs das empresas israelenses no mercado de capitais americano	Escassez de produtos e necessidade de desenvolvimento da capacidade produtiva são elementos decisivos para realização de IPO.
	Meluzin et al, 2016	Analisar o risco do IPO no mercado de capital europeu.	Empresas abrem capital para ter aumento de publicidade.
	Aghamolla & Thakor, 2022	Investigar se decisão de abertura de capital afeta decisão de IPO dos concorrentes.	Grande parte das empresas abrem capital seguindo o movimento do concorrente.
	Lefebvre, 2023	Examinar empiricamente o processo de crescimento das empresas que fazem IPO.	Maioria das empresas abrem capital para adquirir recursos financeiros e ampliar investimentos.
IPO no exterior	Hasan & Waisman, 2010	Analisar o desempenho dos IPOs das empresas israelenses no mercado de capitais americano	Empresas possuem relações de licenciamento ou participação acionária no exterior, por isso fazem opção pelo IPO fora do seu país de origem.
	Mauer et al., 2015	Analisar o efeito da atividade empresarial internacional na precificação em processos de IPO.	Fatores exógenos como mercado interno e relação com investidores influenciam na decisão pelo IPO externo
	Neupane et al., 2016	Analisar a assimetria de informação entre investidores estrangeiros (FII) e nacionais (DII).	A escolha do país onde será o IPO influencia principalmente na subvalorização das ações.
	Cui et al., 2021	Analisar como a relevância do país de origem afeta o desempenho dos IPOS.	Abertura de capital no exterior auxilia a entrada no mercado de capitais estrangeiro.
	Cho & Kim, 2023	Examinar o impacto da assimetria informacional na subvalorização das ações em IPOs externos.	Há ganho de oportunidade, principalmente no curto prazo, para investidores propensos a participarem de IPOs estrangeiros.

TÓPICOS	AUTORES	OBJETIVOS	CONCLUSÕES
Subvalorização (<i>Underpricing</i>)	Loghran e Ritter, 2004	Analisar os IPOs americanos no período de 1980 a 2003 para entender a evolução do <i>underpricing</i> nesse período	O <i>underpricing</i> aumentou 65% no período da bolha da internet, muito diretamente relacionado às mudanças de objetivos dos emissores.
	Ljungqvist, 2007	Revisar teorias propostas para explicar o IPO <i>underpricing</i> sob quatro aspectos que são a assimetria informacional, a instituição, o controle dos acionistas e o comportamento dos investidores.	A assimetria da informação é uma das principais causas de subvalorização de ações em processos de IPO.
	Hasan & Waisman, 2010	Analisar o <i>underpricing</i> dos IPOs das empresas israelenses no mercado de capitais americano	Empresas israelenses são mais valorizadas no mercado americano.
	Mauer et al., 2015	Examinar o efeito da atividade empresarial na precificação em processos de IPO.	A incerteza dos investidores é determinante para o <i>underpricing</i> .
	Ahmed et al., 2021	Investigar os determinantes da variação transversal dos retornos do primeiro dia dos IPOS.	Empresas que possuem conselhos altamente independentes e subscritores com histórico de boa reputação, têm ligeiro aumento no preço das ações
	Liu et al., 2021	Investigar sobre os efeitos da atenção nas ofertas públicas.	IPOs com maiores coberturas da mídia atraem mais investidores e tem ações mais valorizadas.
	Mehmood et al., 2021	Investigar a relação simétrica da variabilidade da oferta inicial em comparação com indicadores financeiros do mercado de capitais.	Questões macroeconômicas dos países anfitriões influenciam na variabilidade lucrativa do IPO.
	Cui et al., 2021	Analisar como a relevância do país de origem afeta o desempenho dos IPOS.	A identidade cultural do país da empresa emissora é importante para alcançar reconhecimento e valorização por parte do investidor.
	Baig & Chen, 2021	Investigar a assimetria informacional enfrentada pelos IPOs que ocorreram na pandemia do COVID-19.	A pandemia do COVID-19 aumentou a incerteza informacional.
	Baig & Chen, 2021 Fedorova et al., 2022	Investigar a assimetria informacional enfrentada pelos IPOs que ocorreram na pandemia do COVID-19.	A incerteza informacional da época do COVID-19 está relacionada com intervenções políticas nacionais e globais.
	Zhang & Neupane, 2023	Investigar o impacto da pandemia do COVID-19 na subavaliação global dos IPOs.	Episódios como catástrofes ou pandemias podem afetar o preço das ações em processos de IPO
	Espenlaub et al., 2023	Analisar os IPOs da bolsa de Hong Kong para entender o <i>underpricing</i> .	O <i>underpricing</i> está diretamente relacionado com os incentivos aos subscritores.
	Feng et al., 2023	Investigar o impacto na subvalorização dos IPOs na China.	Houve redução de IPO e aumento de <i>underpricing</i> no período da pandemia do COVID-19.

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

Para Zhang e Neupane (2023), a subavaliação é o tema mais discutido nos processos de IPO, pois afeta os emissores, os investidores e os subscritores. Do ponto de vista dos emissores, a subvalorização das ações funciona com uma ferramenta para atrair investidores, destacando a qualidade do emissor. Do ponto de vista dos investidores, a subvalorização das ações pode ser uma maneira de fazer a rentabilidade do investimento atingir altos patamares. Do ponto de vista dos subscritores, esses podem aproveitar a subscrição para maximizarem seus lucros.

A subavaliação tem atraído a atenção de pesquisadores e investidores durante décadas, principalmente em contextos atípicos como catástrofes e pandemias (Mazumder & Saha, 2021). Para Bian et al. (2023), a subvalorização das ações em processos de IPO é um fenômeno mundial que vem recebendo grande atenção do mundo acadêmico.

A subvalorização das ações das empresas pode ser minimizada com a mitigação dos processos internos e governança das empresas, principalmente as menores. Nesse sentido, as empresas de maior qualidade evidenciam uma menor subavaliação (Hasan & Waisman, 2010). A literatura sobre IPO permite observar que a valorização das ações contribui para analisar o quão foi interessante para a empresa fazer a opção pela oferta pública de suas ações (Jensen & Meckling, 2008; Magro et al., 2023; Soschinski et al., 2021; Cui et al., 2021; Mehmood et al., 2021).

Além da oferta pública em si, é fundamental analisar o país onde as ações serão ofertadas, pois suas particularidades e maturidade do mercado de capitais pode afetar o preço inicial das ações (Mauer et al., 2015; Cho & Kim,

2023; Neupane et al., 2016).

Estudos anteriores mostram que a valorização das ações é um dos determinantes para a decisão de abertura de capital (Mauer et al., 2015; Cho & Kim, 2023; Neupane et al., 2016; Hasan & Waisman, 2010).

Com o objetivo de entender a valorização de ações em processos de IPO e a motivação para empresas brasileiras realizarem oferta pública no mercado de capitais americano, foram construídas as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1 – A valorização das ações de empresas brasileiras é maior na comparação com demais empresas que abriram capital nos EUA.

H2 – A valorização das ações no mercado americano pode ser a motivação para IPO no exterior.

No processo do IPO, durante os períodos de *roadshow* e *bookbuilding* os subscritores observam e procuram investidores e, a partir desse momento, ocorre a valorização ou desvalorização (*underpricing*) do valor das ações que estão sendo negociadas (Eспенlaub et al., 2023).

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 COLETA DOS DADOS

Para responder às questões e alcançar os objetivos deste trabalho de pesquisa, foi realizada pesquisa empírica, de natureza quantitativa e descritiva, utilizando dados secundários. Os dados foram obtidos através da plataforma REFINITIV, do site da NASDAQ e do site da NYSE. A taxa de juros americana foi retirada do site do FED – *Federal Funds Reate* e a taxa de juros brasileira (SELIC) foi retirada do site do Banco Central do Brasil.

A população desta pesquisa foi composta por empresas que abriram capital nas bolsas NASDAQ e NYSE, no período de 2010 a 2022. Foram escolhidas as bolsas NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) e NYSE (*New York Stock Exchange*) pois, de acordo com Cui et al (2021), os EUA possuem as maiores bolsas de valores do mundo e o mercado de capitais mais atraente para os estrangeiros que fazem IPO no exterior.

A amostra foi dividida em três grupos, conforme o modelo de Hasan e Waisman (2010). O primeiro grupo foi composto por empresas brasileiras, o segundo grupo foi composto por empresas americanas e o terceiro grupo (outros) foi composto por similares que também abriram capital na NASDAQ e

na NYSE, no período analisado. A Tabela 1 evidencia a frequência de observações de acordo com os grupos analisados. O destaque é para as empresas americanas com 72,26% das observações. O grupo das brasileiras representa 8.63% das observações analisadas e o grupo das outras empresas representa 19.11%.

Tabela 1 – Observações por Grupo de Empresas

Grupo	Freq.	Percent	Cum.
americanas	1,089	72.26	72.26
brasileiras	130	8.63	80.89
outros	288	19.11	100.00
Total	1,507	100.00	

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Inicialmente foram selecionadas 2.463 empresas sendo 10 brasileiras, 1.940 americanas e 513 de diversos países (grupo outros). Para delinear a amostra foram excluídas empresas de fundos de investimentos e *trusts*, pois elas não continham informações sobre as variáveis que foram analisadas. As empresas que possuíam *missing values* também foram excluídas. A nova amostra ficou composta por 1.714 empresas, sendo 10 brasileiras, 1.405 americanas e 299 de diversos países (grupo outros).

O setor de atuação das empresas foi o parâmetro utilizado nesta pesquisa, para tratar a similaridade entre as empresas analisadas. Mais especificamente, foram analisados seis setores sendo três deles os de maior frequência de empresas: *Healthcare Services & Equipment* (Serviços e Equipamentos de Saúde), *Pharmaceuticals & Medical Research* (Produtos Farmacêuticos e Pesquisa Médica) e *Software & IT Services* (Softwares e Serviços de TI). Os outros três setores foram considerados, pois estão

relacionados às empresas brasileiras analisadas: *Banking & Investment Services* (Serviços Bancários e de Investimento), *Academic & Educational Services* (Serviços Acadêmicos e Educacionais) e *Transportation* (Transporte).

A amostra final ficou com 935 empresas, sendo 10 brasileiras, 758 americanas e 167 do grupo outros. O número de observações para os três grupos analisados totalizou 1.507, sendo 130 observações para o grupo das empresas brasileiras, 1.089 observações para o grupo das empresas americanas e 288 observações para o grupo de diversos países (grupo outros).

Na Tabela 2 estão relacionadas as empresas brasileiras que fizeram parte da amostra final desta pesquisa. Os destaques são para os setores financeiro e acadêmico. A maioria das empresas brasileiras analisadas abriram capital na NASDAQ.

Tabela 2 – Empresas brasileiras da Amostra final

Ticker	Empresa	Setor	Bolsa
AFYA.OQ	Afya Ltd	Acadêmico	NASDAQ
AZUL.N	Azul AS	Transporte	NYSE
CINT.N	Ci&T Inc	Software	NYSE
INTR.OQ	Inter & Co Inc	Financeiro	NASDAQ
NU.N	Nu Holdings Ltd	Financeiro	NYSE
VSTA.OQ	Vasta Platform Ltd	Acadêmico	NASDAQ
VINP.OQ	Vinci Partners Investments Ltd	Financeiro	NASDAQ
VTRU.OQ	Vitru Ltd	Acadêmico	NASDAQ
XP.OQ	XP Inc	Financeiro	NASDAQ
ZENV.OQ	Zenvia Inc	Software	NASDAQ

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A Tabela 3 evidencia a quantidade de observações de acordo com os setores analisados neste trabalho de pesquisa. O painel A mostra que, na combinação dos três grupos analisados, as maiores frequências de observações são para os setores de softwares e farmacêutico, com 41,47% e 37,96%,

respectivamente. O painel B, com o grupo das americanas, mantém os maiores números de observações para os grupos farmacêutico e de softwares, com 45,18% e 40,31%, respectivamente.

Tabela 3 – Observações por Grupo X Setor

Painel A: Todas as empresas			
Setor	Freq.	Percent	Cum.
Acadêmico	53	3.52	3.52
Financeiro	65	4.31	7.83
Saúde	171	11.35	19.18
Farmacêutico	572	37.96	57.13
Software	625	41.47	98.61
Transporte	21	1.39	100.00
Total	1,507	100.00	

Painel B: Grupo das americanas			
Setor	Freq.	Percent	Cum.
Financeiro	8	0.73	0.73
Saúde	148	13.59	14.33
Farmacêutico	492	45.18	59.50
Software	439	40.31	99.82
Transporte	2	0.18	100.00
Total	1,089	100.00	

Painel C: Grupo das brasileiras			
Setor	Freq.	Percent	Cum.
Acadêmico	39	30.00	30.00
Financeiro	52	40.00	70.00
Software	26	20.00	90.00
Transporte	13	10.00	100.00
Total	130	100.00	

Painel D: Grupo outros			
Setor	Freq.	Percent	Cum.
Acadêmico	14	4.86	4.86
Financeiro	5	1.74	6.60
Saúde	23	7.99	14.58
Farmacêutico	80	27.78	42.36
Software	160	55.56	97.92
Transporte	6	2.08	100.00
Total	288	100.00	

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Ainda na Tabela 3, o painel C, com o grupo das brasileiras, mostra que o setor financeiro possui o maior número de observações, com 40%. O painel D,

com o grupo outros, mostra que o setor de softwares possui o maior número de observações, com 55,56%.

Os dados tiveram corte transversal e foram colocados em formato de painel. A análise da hipótese H1 foi feita através de regressão linear simples e a análise da hipótese H2 foi feita através de regressão linear múltipla, ambas utilizando o *software* STATA. Foram utilizadas regressões lineares para verificar a relação entre as variáveis dependentes e independentes dos modelos.

3.2 VARIÁVEIS E MODELOS

Para testar a primeira hipótese de pesquisa, foram utilizadas duas variáveis com características específicas de processos de IPO: preço de oferta das ações (*preco_oferta*) e preço de fechamento das ações. Através da diferença entre o preço de oferta e o preço de fechamento foi possível identificar a valorização ou desvalorização das ações nos processos do IPO. Foram utilizadas *dummies* para fazer a separação dos grupos de empresas e para analisar os dados no ano da pandemia do COVID-19. Esse teste possibilitou a comparação do valor das ações entre as empresas analisadas, mostrando a evolução das ações empresas brasileiras em relação às empresas americanas e às empresas do grupo outros. Para esse teste, a variável explicada foi o preço de fechamento das ações (Hasan & Waisman, 2010).

O primeiro modelo, utilizado para responder a hipótese H1, foi:

$$\text{preco_fechamento} = \beta_0 + \beta_1 \text{preco_oferta} + \beta_2 \text{grupo_brasileiras}_{\text{Dummy}} + \beta_3 \text{grupo_americanas}_{\text{Dummy}} + \beta_4 \text{grupo_outros}_{\text{Dummy}} + \beta_5 \text{covid19}_{\text{Dummy}} \quad (1)$$

Para testar a segunda hipótese de pesquisa, foram utilizadas nove variáveis explicativas. Duas variáveis explicativas demonstraram a rentabilidade da empresa (roa e margem_bruta). Cinco variáveis explicativas tiveram características específicas de processos de IPO (tamanho_IPO, subscritor, analista, preco_oferta e quantidade de ações em circulação). Duas variáveis explicativas foram utilizadas para analisar os efeitos exógenos na variação dos preços das ações (taxa de juros dos EUA e taxa Selic brasileira). Foram utilizadas *dummies* para fazer a separação dos grupos de empresas e para analisar os dados no ano da pandemia do COVID-19. O teste dessa hipótese buscou verificar a influência de cada variável no preço de fechamento das ações (variável explicada), evidenciando o aspecto que motivou o IPO no exterior (Hasan & Waisman, 2010; Mehmood et al., 2021; Espenlaub et al., 2023).

O segundo modelo, utilizado para responder a hipótese H2, foi:

$$\begin{aligned} \text{preco_fechamento} = & \beta_0 + \beta_1 \text{preco_oferta} + \beta_2 \text{tamanho_IPO} + \beta_3 \text{subscritor} + \\ & \beta_4 \text{analista}_{\text{Dummy}} + \beta_5 \text{roa} + \beta_6 \text{margem_bruta} + \beta_7 \text{capital_risco} + \beta_8 \text{juroseua} + \beta_9 \text{selic} + \\ & \beta_{10} \text{grupo_brasileiras}_{\text{Dummy}} + \beta_{11} \text{grupo_americanas}_{\text{Dummy}} + \beta_{12} \text{grupo_outros}_{\text{Dummy}} + \\ & \beta_{13} \text{covid19}_{\text{Dummy}} \end{aligned} \quad (2)$$

A Figura 2 evidencia as variáveis utilizadas para testar as hipóteses deste trabalho de pesquisa.

Figura 2 – Variáveis

TIPO	NOME	CONTEÚDO	HIPÓTESES	DESCRIÇÃO	OBSERVAÇÃO
VARIÁVEL EXPLICADA	preco_fechamento	Valor	H1 e H2	Corresponde à diferença entre o valor de emissão e o valor de oferta das ações	É o preço de fechamento da ação, no processo do IPO
VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	tamanho_IPO	Valor	H2	Mede o tamanho do IPO	Preço da oferta x total de ações ordinárias vendidas
	subscriber	Nota	H2	Nota que mede o prestígio do subscriber	Classificação em escala de 0 a 5
	analista	<i>Dummy</i>	H2	Indica se houve participação de analista no processo do IPO	Obteve indicação = 1, caso contrário = 0
	roa	Quociente	H2	Indicador de rentabilidade	Lucro líquido / ativo total
	margem_bruta	Quociente	H2	Indicador de eficiência	Lucro líquido / receita líquida
	preco_oferta	Valor	H1 e H2	Preço de oferta das ações	É igual ao preço de emissão das ações
	juroseua	%	H2	Taxa de juros americana	Taxa anual americana
	selic	%	H2	Taxa de juros brasileira	Taxa anual brasileira
VARIÁVEIS DE CONTROLE	capital_risco	<i>Dummy</i>	H2	Mostra se o IPO é apoiado por capital de risco	IPO apoiado por empresa de capital de risco = 1, caso contrário = 0
	ativo_total	Valor	H2	Ativo total da empresa	Utilizada para o cálculo do ROA
	lucro_liquido	Valor	H2	Lucro líquido	Utilizada para o cálculo do ROA
	receita_liquida	Valor	H2	Receita líquida	Utilizada para o cálculo da Margem Bruta
	grupo_brasileiras	<i>Dummy</i>	H1 e H2	Indica se a empresa é brasileira ou não	Brasileira = 1, caso contrário = 0
	grupo_americanas	<i>Dummy</i>	H1 e H2	Indica se a empresa é americana ou não	Americanas = 1, caso contrário = 0
	grupo_outros	<i>Dummy</i>	H1 e H2	Indica se a empresa é do grupo outros ou não	Outros = 1, caso contrário = 0
	covid19	<i>Dummy</i>	H1 e H2	Indica se o IPO ocorreu no ano de 2020	IPO em 2020 = 1; caso contrário = 0
	setor	Nome	H1 e H2	Nome do setor	Nome do setor
	ano_ipo	Ano	H1 e H2	Ano do IPO	Ano do IPO = 1
bolsa	<i>Dummy</i>	H1 e H2	Identifica se o IPO foi na NASDAQ ou na NYSE	IPO na NASDAQ = 0, IPO na NYSE = 1	

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

No STATA, a análise ideal seria regressão do tipo painel (xtreg), pois trabalharia simultaneamente as dimensões transversal e temporal, e trataria os efeitos fixos e aleatórios. No entanto, nas análises deste trabalho de pesquisa, foram utilizadas regressões lineares simples e múltiplas (reg), com dados transversais, uma vez que o painel estava desbalanceado. Na tentativa de balancear o painel, todas as empresas brasileiras foram excluídas da amostra e essa medida inviabilizou a regressão do tipo painel (xtreg).

3.3 ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção é destinada a apresentação, análise e discussão dos resultados.

A Tabela 4 mostra os IPOs de acordo com o ano da listagem. O ano 2014 apresenta o maior número de observações. Os anos 2012, 2013, 2015, 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021 apresentaram números próximos de observações, com destaque para o ano de 2019. Os anos 2010, 2011, 2016 e 2022 apresentaram os menores números de observações.

Tabela 4 – Observações por Ano do IPO

Ano IPO	Freq.	Percent	Cum.
2010	41	2.72	2.72
2011	46	3.05	5.77
2012	121	8.03	13.80
2013	124	8.23	22.03
2014	213	14.13	36.16
2015	142	9.42	45.59
2016	65	4.31	49.90
2017	121	8.03	57.93
2018	157	10.42	68.35
2019	168	11.15	79.50
2020	146	9.69	89.18
2021	150	9.95	99.14
2022	13	0.86	100.00
Total	1,507	100.00	

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A Tabela 5 mostra a frequência de IPO na NASDAQ e na NYSE. O painel A mostra que, na combinação de todos os grupos, a NASDAQ retém a maioria das observações analisadas, com um percentual de 71,60%. O painel B mostra que no grupo das americanas, a NASDAQ retém 72,54% das observações. O painel C mostra que entre as brasileiras, a NASDAQ retém 70% das observações. O painel D mostra que no grupo outros, a NASDAQ retém 68.75% das observações. O maior número de observações para a NASDAQ está relacionado ao fato da bolsa reter a maioria dos IPOs de empresas de tecnologia (Hasan & Waisman, 2010).

Tabela 5 – Observações por Grupo X Bolsa

Painel A: Todas as empresas			
Bolsa	Freq.	Percent	Cum.
NASDAQ	1079	71.60	71.60
NYSE	428	28.40	100.00
Total	1,507	100.00	

Painel B: Grupo das americanas			
Bolsa	Freq.	Percent	Cum.
NASDAQ	790	72.54	72.54
NYSE	299	27.46	100.00
Total	1,089	100.00	

Painel C: Grupo das brasileiras			
Bolsa	Freq.	Percent	Cum.
NASDAQ	91	70.00	70.00
NYSE	39	30.00	100.00
Total	130	100.00	

Painel D: Grupo outros			
Bolsa	Freq.	Percent	Cum.
NASDAQ	198	68.75	68.75
NYSE	90	31.25	100.00
Total	288	100.00	

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A Tabela 6 mostra a quantidade de observações de acordo com o ano do IPO e a bolsa onde ocorreram as listagens. A NASDAQ lidera o maior volume de IPOs no período analisado. A NYSE teve maior destaque em 2014, mas ainda assim superada pela NASDAQ.

Tabela 6 – Observações por Ano X Bolsa

Observações	Bolsa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1,079	NASDAQ	33	39	78	73	143	103	59	87	111	127	122	91	13
428	NYSE	8	7	43	51	70	39	6	34	46	41	24	59	0
1.507	Total	41	46	121	124	213	142	65	121	157	168	146	150	13

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 7 mostra as observações de acordo com o país de origem das

empresas analisadas. As empresas americanas se destacam com 1.089 observações, representando 72,26% da amostra analisada. O Brasil apresentou 130 observações, representando 8,63% da amostra.

Tabela 7 – Observações por país de origem da Empresa

País	Freq.	Percent	Cum.
Bélgica	6	0.40	0.40
Bermudas	4	0.27	0.66
Brasil	130	8.63	9.29
Canadá	13	0.86	10.15
China	94	6.24	16.39
Costa Rica	2	0.13	16.52
Dinamarca	8	0.53	17.05
Alemanha	19	1.26	18.31
Irlanda	22	1.46	19.77
Israel	39	2.59	22.36
Itália	1	0.07	22.43
Jersey	6	0.40	22.83
Luxemburgo	4	0.27	23.09
Mônaco	2	0.13	23.22
Netherlands	24	1.59	24.82
Singapura	17	1.13	25.95
Suíça	3	0.20	26.14
Emirados Árabes	1	0.07	26.21
Reino Unido	23	1.53	27.74
EUA	1089	72.26	100.00
Total	1,507	100.00	

Fonte: Dados da pesquisa.

O painel A da Tabela 8 contém a estatística descritiva da combinação dos três grupos de empresas analisadas. O preço médio de fechamento foi de US\$ 55,45, com mediana de US\$ 34,51. A média de preço da oferta de ações foi de US\$ 75,43. A maioria das empresas analisadas tiveram a cobertura de analistas (98%) durante o processo do IPO e a média das notas dos subscritores foi de 2,69 em escala com nota máxima sendo 5. A média da quantidade de ações em circulação foi de 18,22. A média da taxa anual de juros americana foi de 2% e a média da Selic brasileira foi de 9%.

Tabela 8 – Estatística Descritiva

Painel A: Amostra com os três grupos de empresas								
Variável	n	Mean	S. D.	Min	.25	Mdn	0.75	Max
preco_fechamento	1507	55.45	72.71	2.82	15.60	34.51	69.01	965.33
tamanho IPO	1495	6.69	0.97	3.98	5.91	6.64	7.33	9.59
subscritor	1507	2.69	1.08	0.00	2.00	3.00	3.00	5.00
analista	1507	.98	0.15	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00
roa	1506	.90	0.08	0.60	0.86	0.90	0.94	1.85
margem bruta	1327	.56	1.31	-430	0.86	0.92	0.99	2.21
preço oferta	1507	75.43	107.02	0.00	20.98	42.31	83.13	914.49
qtde ações em circulação	1495	18.22	1.37	10.04	17.52	18.13	18.86	22.25
juroseua	1507	0.02	0.02	0.00	0.01	0.01	0.04	0.04
selic	1507	0.09	0.04	0.02	0.04	0.09	0.14	0.14

Painel B: Estatísticas comparativas entre as médias das empresas brasileiras, americanas e grupo outros

Variáveis	Brasil	EUA	Outros	Brasil/EUA b	Brasil/Outros b	EUA/Outros b
preço fechamento	16.27	60.43	54.29	55.72*** 2.15020 c	42.46*** 2.66407 c	59.15*** 2.02044 c
tamanho IPO	5.65	6.81	6.71	6.69*** 0.02761 c	6.38*** 0.04966 c	6.79*** 0.02535 c
subscritor	3.1	2.71	2.43	2.75*** 0.28217 c	2.64*** 0.06211 c	2.65*** 0.02937 c
analista	0.8	0,99	0,98	0.98*** 0,00444 c	0.93*** 0.01283 c	0.99*** 0.00217 c
preço oferta	17.78	81.48	78.55	74.69*** 3.03448 c	59.65*** 4.73982 c	80.87*** 2.97460 c
roa	0.86	0.90	0.90	0.90*** 0.00224 c	0.89*** 0.00789 c	0.90*** 0.00201 c
margem bruta	-3.06	0.96	0.95	0.46*** 0.05617 c	-0.35*** 0.10514 c	0.96*** 0.00417 c
qtde ações circulação	18.78	18.12	18.35	18.18*** 0.03507 c	18.48*** 0.08734 c	18.17*** 0.03669 c
juroseua	-	0.02	-	-	-	-
selic	0.09	-	-	-	-	-

*** Significância média a 1% b – comparativo das médias c – média do erro padrão.

Fonte: Dados da pesquisa.

O painel B da Tabela 8 compara as médias das variáveis analisadas, de acordo com os grupos de empresas (americanas, brasileiras e outros). A comparação do preço de oferta com o preço de fechamento mostra que houve desvalorização das ações para os três grupos analisados. A desvalorização foi de -25,83% para as americanas, -8,49% para as brasileiras e -30,88% para as

outras empresas. A comparação mostra que as ações das empresas brasileiras, na média, foram menos desvalorizadas que as ações das americanas e do grupo outros. Na comparação entre grupos (b), Brasil/EUA apresentou desvalorização de -25,39%, Brasil/outros apresentou desvalorização de -28,82% e EUA/outros apresentou desvalorização de -26,85% o que reforça a maior subvalorização das ações do grupo outros.

As empresas brasileiras apresentam os menores IPOs, uma vez que o tamanho do IPO é o produto entre o valor da oferta e a quantidade de ações em circulação. Embora a quantidade de ações entre os grupos analisados tenha valores próximos, a diferença do preço de oferta é significativamente menor para o grupo das brasileiras. Quanto maior for o IPO, maior é a chance de valorização das ações negociadas (Liu et al., 2021; Mauer et al., 2015).

Em termos de cobertura de analistas, as empresas brasileiras possuem menor cobertura (0,80) em relação às americanas (0,90) e ao grupo outros (0,98). De acordo com o estudo de Loughran e Ritter (2004), analistas altamente qualificados são decisivos nos processos de IPO, uma vez que eles têm vasto conhecimento do mercado de capitais e estão alinhados com os interesses dos principais investidores. Nesse sentido, os autores concluíram que muitas empresas pagam um custo alto para terem analistas de prestígio em seus processos de IPO. Em termos de notas, os subscritores dos IPOs brasileiros tiveram nota 3,71, as americanas 2,71 e o grupo outros 2,43. A maior nota para os subscritores do grupo das brasileiras converge com os estudos de Ahmed et al. (2021), os quais concluíram que subscritores de prestígio contribuem para a menor desvalorização das ações.

Em média, a taxa de juros americana é sete pontos percentuais menor que a média da Selic brasileira. De acordo com os estudos de Mehmood et al. (2021), as condições macro-econômicas podem interferir na quantidade de IPO, pois os principais investidores buscam mercados mais evoluídos e com regulações mais seguras.

A Tabela 9 apresenta os coeficientes de correlação, que indicam o grau de associação linear entre duas variáveis. Na análise geral das empresas, o tamanho do IPO, a participação de analista, o índice de rentabilidade, a margem bruta e o preço de oferta das empresas tiveram relação linear direta com o valor de fechamento das ações. Na análise isolada dos grupos, a relação linear direta se manteve para essas variáveis, com exceção para o grupo D, onde a margem bruta apresentou relação inversa ao preço de fechamento das ações. Essa evidência converge com a literatura sobre valorização das ações (Ahmed et al., 2021; Hasan & Waisman, 2010; Ljungqvist, 2007; Mauer et al., 2015).

A nota do subscritor teve relação direta com o valor de fechamento das ações apenas no grupo das brasileiras, conforme apresentado no Painel C. Para os demais grupos a relação do subscritor com o valor de fechamento das ações foi inversa. No caso do grupo das americanas, (Painel B), a relação direta entre as variáveis se estabeleceu porque as empresas americanas são mais conhecidas no mercado de capitais americano, não dependendo diretamente do prestígio do subscritor para alcançarem maior valor de fechamento (Ahmed et al., 2021; Hasan & Waisman, 2010).

Tabela 9 – Análise de Correlação

Painel A: Amostra com todos os grupos de empresas										
	preço fechamento	tamanho IPO	subscriber	analista	roa	margem bruta	preço oferta	qtde ações circulação	juroseua	selic
preço fechamento	1.0000									
tamanho IPO	0.7423	1.0000								
subscriber	-0.0791	-0.0700	1.0000							
analista	0.0939	0.2434	0.1758	1.0000						
roa	0.0462	0.0853	-0.0043	0.1422	1.0000					
margem bruta	0.1650	0.3271	-0.1032	0.3565	0.1406	1.0000				
preço oferta	0.8870	0.7527	-0.1123	0.0908	0.1266	0.1723	1.0000			
qtde ações	-0.1955	-0.1656	0.0558	-0.1494	0.1877	-0.1219	-0.3468	1.0000		
juroseua	-0.0084	-0.0503	-0.0152	0.0914	0.0265	0.2285	0.0396	0.0100	1.0000	
selic	-0.0502	-0.0952	0.0155	-0.0202	0.0261	-0.0145	-0.0803	0.0685	0.4188	1.0000

Painel B: Amostra com o grupo das americanas										
	preço fechamento	tamanho IPO	subscriber	analista	roa	margem bruta	preço oferta	qtde ações circulação	juroseua	selic
preço fechamento	1.0000									
tamanho IPO	0.7402	1.0000								
subscriber	-0.0367	-0.0290	1.0000							
analista	0.0251	-0.0218	0.1491	1.0000						
roa	0.0209	0.0271	-0.0026	-0.0431	1.0000					
margem bruta	0.0262	0.0278	0.0408	-0.0102	0.7076	1.0000				
preço oferta	0.8924	0.7754	-0.0426	0.0026	0.1075	0.1123	1.0000			
qtde ações	-0.1485	-0.1024	-0.0892	0.1198	0.1869	-0.2320	-0.2804	1.0000		
juroseua	-0.0368	-0.1261	-0.0409	0.0534	0.0238	0.0436	-0.0710	0.0105	1.0000	

Painel C: Amostra com o grupo das brasileiras										
	preço fechamento	tamanho IPO	subscriber	analista	roa	margem bruta	preço oferta	qtde ações circulação	juroseua	selic
preço fechamento	1.0000									
tamanho IPO	0.7135	1.0000								
subscriber	0.5181	0.7263	1.0000							
analista	0.2150	0.6124	0.6621	1.0000						
roa	0.4152	0.3514	0.3685	0.3828	1.0000					
margem bruta	0.0257	0.0776	0.565	0.0988	0.1928	1.0000				
preço oferta	0.8493	0.9608	0.7434	0.5720	0.4223	0.0519	1.0000			
qtde ações	0.1768	-0.0112	-0.3495	-0.6887	0.3979	-0.0647	-0.0307	1.0000		
juroseua	-0.0000	0.0000	-0.0000	0.0000	0.1072	0.5933	-0.0000	0.0000	1.0000	
selic	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0017	0.1168	-0.0000	-0.0000	-0.0365	1.0000

Painel D: Amostra com o grupo outros										
	preço fechamento	tamanho IPO	subscriber	analista	roa	margem bruta	preço oferta	qtde ações circulação	juroseua	selic
preço fechamento	1.0000									
tamanho IPO	0.8060	1.0000								
subscriber	-0.1907	-0.1834	1.0000							
analista	0.1035	0.1941	0.2368	1.0000						
roa	0.0384	0.0163	-0.0768	-0.0353	1.0000					
margem bruta	-0.0153	0.0034	-0.0268	0.0416	0.7124	1.0000				
preço oferta	0.8734	0.7102	-0.2539	0.0798	0.1390	0.1056	1.0000			
qtde ações	-0.3541	-0.2487	0.3330	0.1579	0.0785	-0.1389	-0.5363	1.0000		
juroseua	-0.1383	-0.1660	0.0901	-0.0160	0.0009	-0.0300	-0.1496	0.1172	1.0000	

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

O painel A (todas as empresas) da Tabela 9 mostra que a taxa de juros americana tem relação inversa com o preço de fechamento. Essa análise evidenciou que a taxa de juros não influenciou no preço de fechamento das ações das empresas analisadas. A variável Selic foi analisada apenas no painel C (das brasileiras). A análise mostrou que a Selic não teve impacto no preço de fechamento das ações. De acordo com Mehmood et al. (2021), mercado de capitais em condições favoráveis, pode promover subscrições integrais de IPO.

A Tabela 10 apresenta a regressão linear simples, proposta pelo modelo que testou a primeira hipótese (H1) desta pesquisa. O Painel A apresenta a aplicação do modelo para todas as empresas da amostra final. O coeficiente de determinação (R^2) indicou que 74,60% da variação do valor de fechamento das ações foi explicada pelo preço da oferta. O coeficiente mostrou que a cada aumento de US\$ 1 no preço de oferta das ações, o valor de fechamento das ações também aumentou em US\$ 1. O Painel C, do grupo das brasileiras, evidencia o coeficiente de 0,79386. Este coeficiente é maior que o coeficiente dos demais grupos de empresas, respondendo à hipótese H1, ou seja, a

valorização das empresas brasileiras é maior na comparação com as demais empresas que abriram capital no mercado americano no período analisado. Esse resultado converge com o estudo de Hasan e Waisman (2010) que observaram a valorização de ações de empresas que abriram capital no mercado de capitais americano.

Tabela 10 – Teste da Hipótese H1

Painel A: Todas as empresas				
	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor
preço oferta	1,507	0.7460	0.58682	0.000
preço oferta *	146	0.8095	0.84749	0.000
Painel B: Grupo das americanas				
	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor
preço oferta	1,089	0.7430	0.61105	0.000
preço oferta *	97	0.8716	110.551	0.000
Painel C: Grupo das brasileiras				
	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor
preço oferta	130	0.7214	0.79386	
preço oferta *	26	1.0000	0.56463	-
Painel D: Grupo outros				
	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor
preço oferta	288	0.7616	0.48368	0.000
preço oferta *	23	0.9922	0.57065	0.000

* ano covid-19

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

Ainda na Tabela 10, na análise isolada do ano do COVID-19 (2020), a relação linear entre as variáveis também mostrou que a cada aumento de US\$ 1 no preço de oferta das ações, o valor de fechamento das ações aumentou em

US\$ 1. As americanas tiveram maior valorização de ações. No ano de 2020, somente duas empresas brasileiras fizeram IPO (Vitru Ltd e Vasta Platform Ltd), o que corresponde a 20% da amostra do grupo das brasileiras. Essa observação foi divergente do estudo de Zhang e Neupane (2023), uma vez que mostrou a valorização das ações mesmo em tempos de pandemia. A Tabela 6 mostra que o reflexo da pandemia ocorreu a partir de 2022 com a redução da quantidade de IPO no mercado americano.

A Tabela 11 apresenta a regressão linear múltipla, proposta pelo modelo que testou a segunda hipótese (H2) desta pesquisa. O coeficiente de determinação (R^2) do Painel A indicou que 81,43% da variação do valor de fechamento das ações foi explicada pelas variáveis do modelo. No Painel C (grupo das brasileiras), o R^2 foi de 92,59%.

O painel das brasileiras apresentou p-valor significativo a 5% para a cobertura de analistas. Os painéis das americanas e do grupo outros não tiveram p-valor significativo para essa variável. Esse resultado converge com os estudos de Loughran e Ritter (2004) os quais concluíram que a participação de analistas, principalmente aqueles que têm grande prestígio, é decisiva para a valorização das ações em processos de IPO.

Tabela 11 – Teste da Hipótese H2

Painel A: Todas as empresas								
Variáveis	Período de 2010 a 2022				Ano covid-19			
	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor
tamanho IPO	1.315	0.8143	11.81469	0.000	114	0.9317	-4.845152	0.238
subscritor			1.080302	0.199			-0.3524859	0.803
analista			1.678734	0.787			0	0
roa			-54.58394	0.000			-12.45133	0.617
margem bruta			-0.7836699	0.317			1.380806	0.267
preço oferta			0.5757804	0.000			1.228242	0.000
qtde ações			5.466332	0.000			-1.930981	0.153
circulação								
juroseua								
Painel B: Grupo das americanas								
Variáveis	Período de 2010 a 2022				Ano covid-19			
	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor
tamanho IPO	920	0.8158	8.101095	0.000	69	0.9249	-6.768536	0.253
subscritor			0.9133802	0.438			1.59918	0.466
analista			11.35417	0.524			0	
roa			-47.23694	0.057			7.191788	0.875
margem bruta			-14.58794	0.190			-10.55842	0.416
preço oferta			0.6325591	0.000			1.240467	0.000
qtde ações			6.104397	0.000			-4.369588	0.069
circulação								
juroseua								
Painel C: Grupo das brasileiras								
Variáveis	Período de 2010 a 2022				Ano covid-19			
	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor
tamanho IPO	130	0.9259	-17.87666	0.000	26	1.0000	0	
subscritor			-0.4512635	0.320			0	
analista			-3.257975	0.026			0	
roa			10.79661	0.002			-5.38	
margem bruta			0.4347	0.013			-4.17	
preço oferta			1.933623	0.000			0.56463	
qtde ações			0.9506152	0.009			0	
circulação								
juroseua								
selic			-2.629042	0.666			-4.95	

Painel D: Grupo outros								
Variáveis	Período de 2010 a 2022				Ano covid-19			
	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor	Nº observações	R^2	Coefficiente	P valor
tamanho IPO			22.78864	0.000			-3.444636	0.973
subscritor			0.9948556	0.404			1.01818	0.455
analista			-17.89792	0.140			0	
roa	265	0.8468	-3.405967	0.919	19	0.8755	-29.23982	0.182
margem bruta			-32.8823	0.041			-7.323728	0.493
preço oferta			0.3862526	0.000			0.8011332	0.168
qtde ações circulação			2.875348	0.005			0.8347065	0.093
juroseua			152.0152	0.181			0	

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

O Painel A da Tabela 11 mostrou que, no aspecto macro-econômico, o indicador de rentabilidade foi significativo a 1% para a variável “roa” e não foi significativo para a variável “margem bruta”. No painel C (das brasileiras), a variável “roa” foi significativa a 1% e a variável “margem bruta” foi significativa a 5%. No painel B (das americanas), a variável “roa” foi significativa a 10% e a variável “margem bruta” não foi significativa. No painel D (grupo outros), a variável “roa” não foi significativa enquanto a variável “margem bruta” foi significativa a 5%. Essa evidência somada à linearidade do preço de oferta com o preço de fechamento das ações, fortalece a hipótese de que a valorização das ações brasileiras no mercado de capitais americano pode ser a motivação para o IPO no exterior (Cui et al., 2023; Mehmood et al., 2021).

Ainda na Tabela 11, o painel C mostra que o IPO das brasileiras foi menor em relação às demais empresas analisadas, considerando que a variável “qtde de ações em circulação” teve menor coeficiente, apesar da significância de 1% em todos os grupos analisados. Esse resultado mostra a qualidade do IPO e reforça a valorização da ação das empresas brasileiras na comparação com

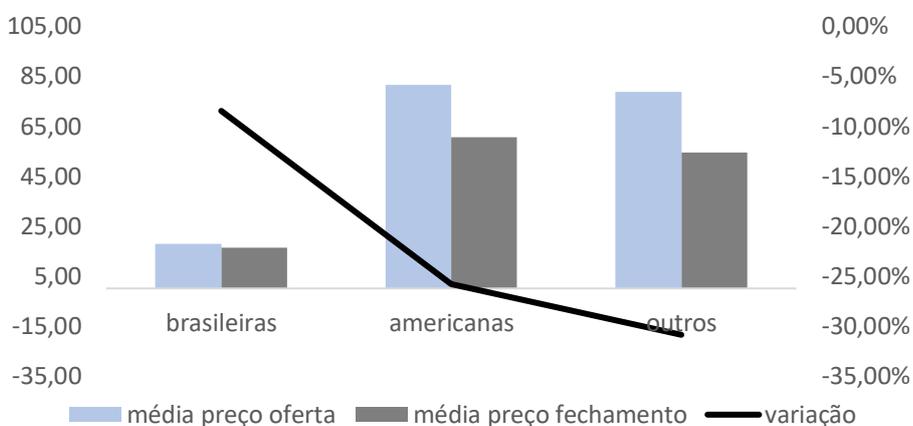
as demais empresas analisadas (Lefebvre, 2023). O preço de oferta foi significativo a 1% para todas as empresas analisadas, o que tem relação direta com a valorização das ações em IPO (Ahmed et al., 2021).

A taxa de juros americana teve significância de 5% no painel A (todas as empresas) e no painel B (americanas). No painel C (brasileiras), a taxa de juros americana e a Selic brasileira não tiveram significância para o preço de fechamento das ações. Essa análise converge com os estudos de Mehmood et al. (2021) sobre mercados financeiros mais simples, e reforça a motivação das empresas brasileiras para realizarem IPO no exterior.

A coluna “Ano covid-19” da Tabela 11 mostrou que a pandemia do COVID-19 (ocorrida em 2020) não interferiu significativamente para o preço de fechamento das ações. Apenas o grupo das americanas (painel A) tiveram significância a 1% para a variável “preço de oferta”.

A Figura 3 evidencia a valorização das ações, na comparação por grupo de empresas analisadas.

Figura 3 – Valorização das Ações por Grupo de Empresas



Fonte: Dados da pesquisa (2024).

3.4 ASPECTOS PRÁTICOS DOS DADOS

A Tabela 2 mostra que a maioria das empresas brasileiras que abriram capital no mercado americano são dos setores acadêmico e financeiro. Esses dados convergem com os estudos de Aghamolla & Thakor (2022) os quais observaram que grande parte das empresas abrem capital seguindo o movimento dos seus pares. Nesse sentido, este trabalho de pesquisa mostrou outra motivação para as 10 empresas brasileiras analisadas optarem pelo IPO no exterior, além da valorização das suas ações.

Outro aspecto prático é a mitigação dos custos com o processo do IPO que requer planejamento e envolvimento de profissionais de diversas áreas (B3, n.d.; Mauer et al., 2015; Cho & Kim, 2023; Neupane et al., 2016; Hasan & Waisman, 2010; Cui et al., 2021). O IPO no exterior tem custos elevados e requer conhecimento prévio do mercado onde serão ofertadas as ações (Cui et al., 2021; Hasan & Waisman, 2010). Nesse sentido, e considerando os dados analisados, a cobertura dos analistas é imprescindível na valorização das ações e por isso, os custos com esses profissionais em regra são mais altos na comparação com os demais custos (Cui et al., 2021).

A Figura 4 resume os aspectos práticos deste trabalho de pesquisa, relacionado a literatura e a metodologia estudados.

Figura 4 – Aspectos práticos dos dados

AUTORES	CONCLUSAO AUTORES	CONCLUSAO PESQUISA	METODOLOGIA
Logran e Ritter, 2004	A subvalorização aumentou 65% no período da bolha da internet, muito diretamente relacionado às mudanças de objetivos dos emissores.	No período analisado, nem mesmo a pandemia do covid-19 afetou a valorização das ações das empresas brasileiras.	H1 e H2
Ljungqvist, 2007	A assimetria da informação é uma das principais causas de subvalorização de ações em processos de IPO.	A cobertura de analistas de prestígio é fundamental para mitigar a assimetria informacional.	H2
Hasan & Waisman, 2010	Empresas israelenses são mais valorizadas no mercado americano.	Empresas brasileiras são mais valorizadas no mercado financeiro americano.	H1
Mauer et al., 2015	A incerteza dos investidores é determinante para a subvalorização das ações.	O custo com analistas é mitigado, pois influencia a decisão dos investidores.	H2
Neupane et al., 2016	A escolha do país onde será o IPO influencia principalmente na subvalorização das ações.	Empresas brasileiras são mais valorizadas no mercado financeiro americano.	H1
Meluzin et al, 2016	Empresas abrem capital para ter aumento de publicidade.	O mercado de capitais americano oferta novos produtos, novos investidores e mídia internacional.	Literatura sobre IPO no exterior.
Cui et al., 2021	Abertura de capital no exterior auxilia a entrada no mercado de capitais estrangeiro.		
Ahmed et al., 2021	Empresas que possuem conselhos altamente independentes e subscritores com histórico de boa reputação, têm ligeiro aumento no preço das ações	Os analistas de prestígio conhecem os interesses dos grandes investidores.	Literatura sobre IPO no exterior.
Liu et al., 2021	IPOs com maiores coberturas da mídia atraem mais investidores e tem ações mais valorizadas.	As empresas que abrem capital nos EUA têm maior mídia internacional.	Literatura sobre IPO no exterior.
Mehmood et al., 2021	Questões macroeconômicas dos países anfitriões influenciam na variabilidade lucrativa do IPO.	As empresas brasileiras tiveram rentabilidade significativa a partir do IPO no mercado de capitais americano.	H2
Cui et al., 2021	A identidade cultural do país da empresa emissora é importante para alcançar reconhecimento e valorização por parte do investidor.	A cobertura de analistas de prestígio é fundamental para mitigar a assimetria informacional.	H2
Aghamolla & Thakor, 2022	Grande parte das empresas abrem capital seguindo o movimento do concorrente.	A maioria das empresas brasileiras que abriram capital nos EUA são dos setores financeiro e acadêmico.	Dados da pesquisa

AUTORES	CONCLUSAO AUTORES	CONCLUSAO PESQUISA	METODOLOGIA
Cho & Kim, 2023	Há ganho de oportunidade, principalmente no curto prazo, para investidores propensos a participarem de IPOs estrangeiros.	O mercado de capitais americano oferta novos produtos, novos investidores e mídia internacional.	Literatura sobre IPO no exterior.
Esenlaub et al., 2023	A subvalorização das ações está diretamente relacionada com os incentivos aos subscritores.	Participação dos analistas são mais significativas que a dos subscritores.	H2
Lefebvre, 2023	Maioria das empresas abrem capital para adquirir recursos financeiros e ampliar investimentos.	As ações das empresas brasileiras foram valorizadas com o IPO no mercado financeiro americano.	H1

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

Capítulo 4

4 CONCLUSÃO

Esse estudo analisou empresas que abriram capital nos EUA, mais especificamente na NASDAQ e na NYSE, com o objetivo de pesquisar sobre a valorização das ações e entender a motivação de empresas brasileiras para abrirem capital no exterior. Foram analisadas 935 empresas que abriram capital nos EUA, no período de 2010 a 2022. A amostra final foi dividida em três grupos sendo o grupo das empresas brasileiras composto por 10 empresas, o grupo das empresas americanas composto por 758 empresas e o grupo das empresas similares estrangeiras (grupo outros) composto por 167 empresas.

Os resultados mostraram que as empresas brasileiras tiveram suas ações mais valorizadas que as demais empresas dos outros dois grupos analisados.

A maioria das empresas brasileiras analisadas são dos setores financeiros e acadêmicos. Essa evidência converge com o estudo de Aghamolla e Thakor (2022) os quais identificaram a motivação de empresas para IPO no exterior a partir da movimentação dos seus pares (concorrentes).

O modelo 1, utilizado para testar H1, mostrou que as ações das empresas brasileiras foram mais valorizadas na comparação com as ações dos dois outros grupos analisados. O modelo 2, utilizado para testar H2, mostrou que as ações das empresas brasileiras são mais valorizadas que as ações dos outros grupos analisados. O modelo 2 mostrou também que a rentabilidade (roa) das empresas brasileiras foi maior, na comparação com as outras empresas.

A análise isolada dos dados para o ano de 2020 (ano da pandemia do COVID-19) mostrou que a pandemia não foi significativa para a desvalorização de ações em processos de IPO. O reflexo da pandemia ocorreu a partir de 2022, com a redução da quantidade de IPOs.

Esse trabalho não esgota a questão sobre empresas brasileiras abrirem capital no estrangeiro. Nesse sentido, a ampliação do período de análise, com uma amostra maior de empresas brasileiras fica como sugestão de pesquisa futura. Outro elemento importante para novos estudos é comparar a valorização das ações brasileiras em IPOs internos com a valorização das ações brasileiras em IPOs externos.

REFERÊNCIAS

- Ahmed, A. A., Fathy, B. A. G. & Samak, N. A. (2021). The determinants of IPO initial returns in emerging markets: a quantile regression. *International Journal of Emerging Markets*, 19(1). <https://doi-org.ez159.periodicos.capes.gov.br/10.1108/IJOEM-01-2021-0112>
- Aghamolla, C., & Thakor, R. T. (2022). IPO peer effects. *Journal of Financial Economics*, (144), 206-226. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.055>
- B3. (n.d.). Guia do IPO na B3: Etapas e conceitos importantes, da tomada de decisão à vida de companhia aberta. <https://www.b3.com.br/data/files/8E/A3/51/BB/06AD2810AA8B5C28AC094EA8/B3%20-%20Guia%20do%20IPO.pdf>
- Bai, Z., Ban, Y. & Hu, H. (2023). Banking competition and digital transformation. *Finance Research Letters*, 61(2024) 105068. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105068>
- Baig, A. S. & Chen, M. (2021). Did the COVID-19 pandemic (really) positively impact the IPO Market? An analysis of information uncertainty. *Finance Research Letters*, 46(2022) 102372. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102372>
- Banco Central do Brasil. (2024). BACEN. <https://www.global-rates.com/pt/taxa-de-juros/bancos-centrais/1002/taxa-de-juros-americana-fed-federal-funds-rate/>
- Bian, Y., Hu, T., Liu, H., Su, W. & Wang, R. (2023). The JOBS Act and IPO underpricing. *North American Journal of Economics and Finance*, 70 (2024) 102080. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102080>
- BTG. (n.d.). IPO (Oferta Pública Inicial): o que é e como investir. <https://content.btgpactual.com/blog/bolsa-de-valores/ipo-oferta-publica-inicial-o-que-e-etapas-e-como-investir>
- Cho, E., & Kim, W. (2023). Skewness preference and IPO underpricing: International evidence. *Research in International Business and Finance*, (66), 102054. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102054>
- Cui, Nan, Xie, P., Jiang, Y., & Xu, L. (2021). How home country identity salience affects emerging market companies' overseas IPO performance: an empirical investigation from China. *International Marketing Review*, 38 (4), 780-799. Doi 10.1108/MR-02-2019-0066
- Demir, E., Gomez, C. D. G., Esteban, J. M. D. & Farinha, J. B. (2023). How does uncertainty impact IPO activity? International evidence. *Finance Research Letters*, 58 (2023) 104517. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104517>

- Espenlaub, S., Mohamed, A. & Saadouni, B. (2023). Underwriter incentives and IPO pricing. *Journal of Corporate Finance*. 87 (2024) 102625. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102625>
- Federal Reserve System. (2024). FED. <https://www.global-rates.com/pt/taxa-de-juros/bancos-centrais/1002/taxa-de-juros-americana-fed-federal-funds-rate/>
- Fedorova, E., Chertsov, P. & Kuzmina, A. (2022). COVID-19: the impact of the pandemic fear on IPO underpricing. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21 (4) 820-846. <http://dx.doi.org/10.1108/JFRA-05-2022-0201>
- Feng, J., Pan, W., Tao, L. & Hu, W. (2023). COVID-19 media sentiment and IPO underpricing. *Economics Letters*. 234 (2024) 111474. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2023.111474>
- Hasan, I. & Waisman, M. (2010). Going public: An empirical investigation of U.S. bound israeli IPOs. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, (19), 215-244. <https://doi-org.ez159.periodicos.capes.gov.br/10.1111/j.1468-0416.2010.00158x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2008). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Business Administration Magazine*, (48), 87-125.
- Lefebvre, V. (2023). The growth process of IPO firms. *Journal of Business Venturing Insights*, (19), e00377. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2023.e00377>
- Liu, L. X., Lu, R., Sherman, A. E., & Zhang, Y. (2021). IPO underpricing and limited attention: Theory and evidence. *Journal of Banking and Finance*, (154), <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2023.106932>
- Ljungqvist, A. (2007). *IPO underpricing*. New York: B. Espen Eckbo. DOI: 10.1016/S1873-1503(06)01007-5
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2004). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Journal of the Financial Management Association Internacional*, 33(3), 5-37.
- Magro, C. C. D., Martini, R., Mazzioni, S., & Leite, M. (2023). Compliance e governança corporativa: efeito sobre o gerenciamento de resultados por atividades reais na B3. *Revista de Contabilidade da UFBA*, (17), 1-18. DOI: <http://dx.doi.org/10.9771/rcufba.v17il.53886>
- Mauer, D. C., Wang, S., Wang, X., & Zhang, Y. (2015). Global diversification and IPO returns. *Journal of Banking & Finance*, (58), 436-456. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.05.015>
- Mazumder, S., Saha, P. (2021). Covid-19: Fear of pandemic and short-term IPO performance. *Finance Research Letters*. 43(2021) 101977.

<https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.101977>

- Mehmood, W., Mohd-Rashid, R. & Ong, C. Z. (2021) Factors driving IPO variability: evidence from Pakistan stock Exchange. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. 26(52), 300-316. DOI 10.1108/JEFAS-04-2021-0036
- Meluzin, T., Zinecker, M., & Lace, N. (2016). Going public: key factors to consider by IPO candidates on emerging markets of Poland and the Czech Republic. *Inżynieria Ekonomiczna Engineering Economics*, 27(4), 392-404. <http://dx.doi.org/10.5755/j01.ee.27.4.14755>
- National Association of Securities Dealers Automated Quotations. (2024). NASDAQ [Plataforma]. <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/screener>
- Neupane, S., Neupane, B., Paudyal, K., & Thapa, C. (2016). Domestic and foreign institutional investors' investment in IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, (39), 197-210. <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.06.011>
- New York Stock Exchange. (2024). NYSE. <https://www.nyse.com/index>
- Oliveira, B. C., & Martelanc, R. (2014). IPO Determinants of Brazilian Companies. *Revista Brasileira de Finanças*, (12), 135-161.
- Soschinski, C. K., Schlup, D., & Hein, N. (2021). Earnings management in the initial public offering of Brazilian Companies. *Pensar Contábil*, 25(85), 31-39.
- Zhang, Z. & Neupane, S. (2023). Global IPO underpricing during the Covid-19 pandemic: The impact of firm fundamentals, financial intermediaries, and global factors. *International Review of Financial Analysis*. 91(2024) 102954. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102954>