

# **Efeito no Preço das Ações com o Anúncio de Ofertas Subsequentes de Ações de Empresas Brasileiras**

***Leonel Carlos Dias Ferreira, FEA***

Bacharel em Ciências Contábeis pela FEA/USP.  
leonelcd@usp.br

***Bruno Cals de Oliveira, FIA***

Professor de finanças da FIA  
Doutorando em Administração Financeira pela FEA/USP.  
brunocalsadm@yahoo.com.br

## **Efeito no Preço das Ações com o Anúncio de Ofertas Subsequentes de Ações de Empresas Brasileiras**

A literatura internacional de finanças atesta que o anúncio de ofertas subsequentes de ações destrói valor aos acionistas. No entanto, existe uma lacuna na literatura de finanças nacional para saber se o fenômeno também existe no mercado local. O objetivo deste trabalho é identificar se há algum efeito no preço das ações de empresas brasileiras que anunciam ofertas subsequentes de ações. Os resultados encontrados indicam que há um retorno anormal e estatisticamente significativo de -1,53% no período posterior ao anúncio (janela de cinco dias), em especial no dia do anúncio e no dia posterior ao evento.

**Palavras-chave:** Decisão de Investimento, Avaliação de empresas, Fusões e Aquisições.

## **Effect on the price of the Shares with the Announcement Subsequent Offerings of Brazilian Companies**

The international finance literature attests to the announcement of subsequent offerings destroys shareholder value. However, there is a gap in the national literature on the occurrence of the phenomenon in the local market. The objective of this work is to identify whether there is any effect on the share price of Brazilian companies that announce subsequent offerings. The results indicate that there is a statistically significant abnormal return of -1.53% in following the announcement (5 days window), particularly in the announcement day and the day after the event period.

**Keywords:** Investment Decision, Valuation, Merger and acquisitions, M&A.

## **1. INTRODUÇÃO**

Vários estudos brasileiros, tais como os de Galdão e Famá (1998), Perobelli e Ness Júnior (2000), Teixeira (2001), Silva, Figueiredo e Souza (2002), Medeiros e Matsumoto (2006), Mussa *et al.* (2008), Baesso *et al.* (2008), Ceretta, Vieira e Milach (2008), Medeiros e Daher (2008), foram realizados no intuito de testar a eficiência de mercado da Bolsa de Valores Brasileira.

No entanto, nenhum estudo foi realizado com o intuito de testar se há efeitos de criação ou destruição de valor no anúncio de ofertas subsequentes de ações por empresas brasileiras. Em diversos países foram realizados estudos a respeito do anúncio de ofertas subsequentes de ações, como os de Hansen (1989) e Eckbo e Masulis (1992) nos Estados Unidos, por Levis (1995) e Slovin *et al.* (2000) no Reino Unido, por Gajewski e Ginglinger (2002) na França, por Marsden (2000) na Nova Zelândia, por Kabir e Roosenboom (2003) na Holanda e por Ching *et al.* (2006) em Hong Kong.

Dentro desse contexto, para eliminar essa lacuna da literatura de finanças no Brasil, o objetivo desta pesquisa é identificar se os anúncios de ofertas subsequentes de ações realizados por empresas brasileiras no período de 2004 a abril de 2013 resultaram em criação ou destruição de valor para os seus acionistas. Cabe salientar que o estudo sobre ofertas subsequentes de ações subdividem-se em três áreas: (1) Reação do preço da ação a ofertas secundárias; (2) Os determinantes dessa reação e (3) O desempenho, no longo prazo, da ação pós-emissão da oferta. O presente trabalho ocupa-se com a primeira parte.

Os resultados do trabalho indicam que há um retorno anormal negativo e estatisticamente significativo de -1,53% na janela de 5 dias após o anúncio da emissão de ações, indicando que há destruição de valor na ocasião do referido evento. O primeiro dia após o anúncio é aquele que obtém o maior retorno negativo. No período anterior ao anúncio, não há evidência de ocorrência de retorno anormal na amostra analisada.

Além dessa introdução, a seção 2 deste artigo aborda uma fundamentação teórica acerca do tema estudado, a seção 3 demonstra a metodologia do estudo, a seção quatro relata a discussão dos resultados e, por fim, a seção 5 finaliza com as considerações finais dos autores.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 A Hipótese de Eficiência Mercado**

Diversos estudos se basearam na teoria da Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM) apresentada por Fama (1970), sendo que muitos dos resultados apontaram para violações desta teoria. A HEM afirma que em mercados eficientes o preço de um ativo reflete consistentemente todas as informações relevantes disponíveis. Preconiza que não há possibilidade de se obter lucros anormais em mercados

eficientes. Formalizada matematicamente e traduzida em modelos econômicos em meados dos anos 60, Fama (1970) determinou as condições para que a HEM ocorra: não existem custos para as transações com títulos; todas as informações estão disponíveis, sem custos, para todos os participantes do mercado e todos concordam com as implicações das informações correntes sobre os preços atuais e as distribuições de preços futuros para cada ação (expectativas homogêneas).

Tais condições são suficientes, mas não necessárias. Mesmo elevados custos de transação não impedem o ajuste dos preços às novas informações. Além do que, o mercado pode ser eficiente se um número suficiente (parcial) de investidores tiver acesso à informação. A velocidade com que estas informações são incorporadas ao preço da ação foi sistematizada em três níveis de eficiência. A classificação de eficiência de mercado mais utilizada é justamente a sugerida por Roberts (1967) e estruturada por Fama (1970), que sugere três formas de eficiência: fraca, semiforte e forte.

No modo fraco deve atentar-se para as seguintes condições: os preços negociados para os bens refletirem as informações sobre o seu comportamento histórico; retornos excessivos não são possíveis de obter com base em estratégias de investimento baseadas em cotações históricas do ativo; a análise técnica não será capaz de produzir retornos excessivos, embora algumas formas de análise fundamental ainda possam providenciar retornos excessivos e as cotações das ações não exibem autocorrelação, significando que não existem padrões nas cotações. Isto implica que as cotações são determinadas inteiramente por informação inesperada, e são por isso aleatórias (Fama, 1965). Ou seja, as cotações seguem um caminho aleatório (*random walk*).

São prerrogativas do modo semiforte (Fama, 1970): os preços refletirem, além do histórico do comportamento dos preços, todas as informações públicas disponíveis e também as alterações provenientes das novas informações públicas; as cotações se ajustarem rapidamente à nova informação disponível publicamente, de tal forma que não é possível obter retornos excessivos com base nessa informação. Já no modo forte, Camargos e Barbosa (2003) estabelecem que os preços devam refletir todas as informações disponíveis: históricas, públicas e privadas (ocultas ou "privilegiadas"); as cotações refletirem toda a informação, pública e privada, e ninguém conseguir obter retornos em excesso; se existe alguma barreira à informação privada se tornar pública, por exemplo, com leis que limitem o *inside trading*, a forma forte de eficiência é impossível, exceto nos casos em que essas leis sejam universalmente ignoradas. Para confirmar a forma forte de eficiência, necessita existir um mercado no qual os investidores não consigam obter retornos excessivos consistentemente durante um período longo de tempo.

Forti *et al.* (2009) realizou em sua pesquisa um apurado levantamento do estado da arte das pesquisas já realizadas no Brasil sobre a eficiência do mercado. Procurou-se avaliar o comportamento da HEM, utilizando-se para tal as seguintes pesquisas: Contador (1973 e 1975), Brito (1978), Muniz (1980), Galdão e Famá (1998), Perobelli e Ness Júnior (2000), Teixeira (2001), Silva, Figueiredo e Souza (2002), Medeiros e Matsumoto (2006), Mussa *et al.* (2008), Baesso *et al.* (2008), Ceretta, Vieira e Milach (2008), Medeiros e Daher (2008). Os seguintes resultados foram encontrados:

**Quadro 1:** Testes da forma fraca selecionados nos estudos.

<b>Aceitam a HEM</b>	<b>Rejeitam a HEM</b>
Silva, Figueiredo e Souza (2002)	Mussa et al. (2008)
Olivieri & Marques (2004)	Mussa et al. (2007)
Murat (2007)	Yoshinaga, Oda & Famá (2005)
Silva & Lima (2007)	Almeida et al. (2008)
Ceretta (2002)	Rostagno, Soares & Soares (2003)
	Ceretta, Vieira & Milach (2008)
	Silva & Leal (2002)
<b>42% dos trabalhos aceitam a HEM</b>	<b>58% dos trabalhos rejeitam a HEM</b>

Fonte: Forti *et al* (2009)

A compilação realizada não encontrou nenhum trabalho que rejeite a HEM na sua forma semiforte (Mussa *et al.* (2008); Lima & Terra (2006); Costa & Lopes (2007); Tavares & Moreno (2007); Gonçalves Júnior & Eid Júnior (2011); Silva Júnior & Corrar (2007); Machado & Machado (2008); Perobelli, Perobelli & Arbex (2000)). Os autores alertam que não se pode inferir a partir do levantamento realizado que o mercado de ações brasileiro seja eficiente em sua forma semiforte. Os estudos realizados pelos pesquisadores buscaram, de modo geral, encontrar evidências de ineficiência informacional do mercado em relação a eventos específicos (testes de eventos). Foram encontrados dois estudos que rejeitam a HEM na forma forte: Medeiros & Matsumoto (2006); Rochman & Eid Júnior (2007).

## **2.2 Oferta Secundária de Ações**

Do ponto de vista da estrutura de capital, a empresa pode captar recursos de longo prazo por meio de financiamento interno, se ela tem os recursos disponíveis. Dado a probabilidade de que os recursos internos possam ser insuficientes para atender às necessidades de longo prazo para o desenvolvimento de novos produtos, ampliação de instalações ou investimento em pesquisa e desenvolvimento, os quais necessitam de quantidades significativas de capital, a captação de recursos, a partir de fontes externas, se torna a única alternativa viável. Isto pode assumir a forma de empréstimos de instituições financeiras (aquisição de dívida) ou emissão de ações por meio de uma oferta de ações secundária para os acionistas existentes ou novos (venda de patrimônio).

Oferta Secundária de Ações, também conhecida como oferta subsequente de ações (em inglês, *follow-on*, *add-on*, *block trade* ou ainda *seasoned/secondary equity offering* - *SEO*), é a espécie de oferta pública de distribuição de ações na qual há nova emissão para empresa que já tenha títulos emitidos

anteriormente (Ross *et al.*, 2010). Em resumo, esta empresa já deve ter realizado um IPO anteriormente. O IPO é uma oferta primária cuja venda de ações gerará aumento de capital da empresa, enquanto na oferta secundária a operação envolve apenas ações detidas pelos controladores, cujo produto da venda irá para os acionistas vendedores. Por ser uma oferta primária, há aumento da base de acionistas. Já a oferta secundária não implica no lançamento de novas ações, assim o montante total de ações que constitui o capital social desta empresa continua o mesmo. Por fim, há ofertas mistas, nas quais são ofertadas tanto novas ações como ações de propriedade dos controladores.

Em geral, o mercado valoriza mais as ofertas primárias, pois os recursos irão para empresa, que pode usá-lo para investir em seu crescimento. Porém, uma vez no mercado, não há qualquer diferença entre as ações lançadas em ofertas primárias ou secundárias. O mercado de capitais brasileiro viveu, no período entre 2004 e 2007, uma onda de ofertas públicas de ações, apoiada no bom momento da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). O volume ofertado e a quantidade de ofertas públicas bateram recorde em 2007, aquecendo um mercado razoavelmente adormecido. Alguns dos marcos para esse incremento foram a edição da Instrução CVM nº 400, de 2003 (substituída pela Instrução CVM nº 480, de 2009), a qual representa um avanço normativo no que diz respeito a regras de transparência e padronização em ofertas públicas, provendo a base do ambiente regulatório no País para o tema.

### **2.3 Efeitos do Anúncio da Oferta**

Lançar ações é um processo que envolve custos para os acionistas atuais, decorrentes do futuro comportamento dos participantes de mercado através de suas avaliações das ações da empresa emitente (Furtado, 1997). Numerosos estudos sobre oferta secundária de ações têm documentado um efeito médio negativo do anúncio. Esta reação negativa reduz o valor do patrimônio líquido, e, como tal, representa um custo que os acionistas existentes têm de arcar. Estudos que investigam o impacto das novas emissões de ações no preço das ações (por exemplo, Asquith e Mullins (1986), Masulis e Korwar (1986), Mikkelsen e Partch (1986), Eckbo e Masulis (1995), Jung *et al.* (1996), Shahid *et al.* (2010)) identificaram uma redução média no valor da empresa ao redor de 3% simultânea ao anúncio da nova emissão.

A grande maioria das pesquisas empíricas sobre os efeitos dos anúncios de oferta secundária de ações são realizadas nos Estados Unidos (Shahid *et al.*, (2010)). Dois aspectos são importantes: primeiro, se a queda é um fenômeno permanente; e, segundo, se os retornos para os acionistas que adquiriram as ações pelo preço posterior ao anúncio, após certo período de tempo, são adequados ao nível de risco e demais fatores sistemáticos das ações que são precificados pelo mercado. Há estudos que também se ocuparam de examinar o comportamento do preço da ação em ofertas públicas de subscrição (*right-issue*). Marsh (1979), examinando o mercado britânico o qual, como na maioria dos países europeus, as emissões de ações são feitas através da emissão de direitos de subscrição negociáveis, estuda a eficiência informacional das emissões de ações por meio destas *rights-issues*, encontrando uma queda média de preços de 0,6% na data do anúncio da emissão, ampliada para

0,9% no período subsequente de cotações ex-direitos. Porém, os preços se recuperaram no período de 1 mês seguinte à data ex-direitos, gerando um retomo excedente de 1,8%.

Um declínio do preço da ação também tem sido observado por Hansen (1989) e Eckbo e Masulis (1992) nos EUA. No Reino Unido, foi acusado -1,3% de retorno anormal para janela de dois dias (Levis, 1995) e -1,88% (Slovin *et al.*, (2000)). Um retorno anormal negativo também foi observado na França (Gajewski e Ginglinger, 2002), Nova Zelândia (Marsden, 2000), Holanda (Kabir e Roosenboom, 2003) e Hong Kong (Ching *et al.*, 2006). Em contraste com estes resultados, um retorno anormal positivo para anúncios de ofertas públicas de subscrição tem sido encontrado no Japão (Kang *et al.*, 1999), Grécia (Tsangarakis, 1996) e Cingapura (Tan *et al.*, 2002). Numerosos estudos em mercados emergentes têm igualmente constatado o mesmo retorno anormal positivo: Coreia do Sul (Kang, 1990) e Dhatt *et al.*, (1996), Malásia (Salamudin *et al.*, (1999) e na China (Shen e Xiao, 2001). Enquanto isso, Marisetty *et al.* (2008) relataram retorno anormal insignificante para as companhias indianas. Adaoglu (2006) investigou a reação do mercado para ambos “*unsweetened*” (puro) e “*sweetened*” (com distribuição simultânea de direitos a bônus) da oferta de direito a subscrição de ações na Bolsa de Valores de Istambul e encontrou retorno anormal negativo significativo para oferta de direitos “*sweetened*”. C. Chen & X. Chen. (2007) examinou 205 *right-issues* chineses e encontrou que o mercado reage negativamente em torno da data do anúncio, mas positivamente durante o período pós-anúncio.

## **2.4 Hipótese de Eficiência de Mercado e os Resultados Empíricos Encontrados**

De acordo com Furtado (1997), em mercados informacionalmente eficientes, as reavaliações de preços de ações, descontados os fatores sistemáticos que os influenciam, devem estar associadas a revisões de expectativas dos fluxos de caixa futuros da empresa, decorrentes de suas políticas operacionais de investimentos e de financiamento. Para as ações de qualquer empresa encontram substitutos perfeitos numa carteira que se pode construir replicando-se as características de risco e retorno daquelas ações. Entretanto, tanto uma emissão primária quanto a negociação secundária de um bloco de ações pode conter informações a respeito da empresa às quais somente o ofertante tem acesso. Furtado (1997) chegou à conclusão de que no Brasil o processo de ajustamento de preços é lento no mercado brasileiro de ações, denotando um considerável diferencial de eficiência informacional semiforte em relação ao mercado norte-americano pelo menos no período em estudo.

Se por um lado a maioria dos estudos do mercado norte-americano sugere que o mercado é eficiente em relação ao anúncio de uma emissão (Furtado, 1997), por outro não é claro que seja tão eficiente ao avaliar os fundamentos econômicos da empresa em que se sustentam os preços de emissão, havendo evidências empíricas (Loughran & Ritter, 1995) de que no longo prazo os retornos produzidos por investimentos em ações adquiridas em emissões para aumento de capital são substancialmente inferiores aos de ações de empresas de mesmo porte que não tenham feito emissões, mesmo quando se desconta o efeito do risco e demais fatores sistemáticos. Tais achados reacenderam o debate sobre a eficiência de mercado: a hipótese sugerida pelos autores, à luz dos resultados, é que “os investidores

são sistematicamente induzidos a comprar novas emissões a preços muito elevados, mesmo após sofrerem queda associada ao anúncio da emissão, e não imputam nos preços as informações fundamentais da empresa”.

Segundo a HEM, um anúncio que não revele informações sobre as alterações no fluxo de caixa da empresa não deve estimular mudanças de preço das ações. Se a HEM é mantida e os retornos esperados são medidos de forma adequada, em média, não deve haver retornos anormais em torno de uma oferta secundária. Portanto, a hipótese mais comum testada nestes estudos de eventos é que o retorno médio anormal é igual a zero. Contudo, Loughran e Ritter (2000) alerta que os retornos anormais diferentes de zero podem não negar a eficiência do mercado, como qualquer teste de eficiência do mercado é sempre um teste conjunto de um modelo teórico de precificação de ativos e retornos anormais. Por outro lado, há também argumentos teóricos, para além de uma curva de demanda negativamente inclinada, para a previsão de uma diminuição de preço das ações relacionada ao patrimônio líquido. A principal delas é o efeito de novas emissões de ações em estruturas de capital das empresas e o papel das emissões de ações como sinais informativos ao mercado.

### **3. METODOLOGIA**

Com o propósito de verificar um exame da criação ou destruição de valor quando da ocorrência de ofertas secundárias de ações, realizou-se o levantamento destas ocorrências e posterior análise de se houve ou não retorno anormal significativo. Trata-se de uma pesquisa empírica baseada em um estudo de eventos, cujo objetivo é aceitar ou rejeitar as hipóteses elencadas. Para o cálculo do retorno anormal, utilizou-se o modelo de mercado, conforme detalhado em seguida.

#### **3.1 Base de Dados**

A amostra foi retirada de empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa cujas datas de realização das ofertas secundárias estão compreendidas entre 2004 até o primeiro trimestre de 2013 (98 ofertas), diretamente na instituição ou em seu sítio na internet. A partir desta amostra, foram levantados os fatos relevantes disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com o intuito de averiguar a data em que esta oferta foi comunicada à autarquia. As cotações ajustadas pelos proventos e seus respectivos retornos foram obtidos no sistema de informações Economatica.

As ações que não negociaram em pelo menos 70% dos dias no período de estimação não serão incluídas na amostra. Portanto, a amostra final ficou em 95 observações, conforme detalhado abaixo, por ano e setor (*Global Industry Classification Standard*):

Tabela 1 – Amostra por ano

Ano	Número de Empresas
2004	7
2005	9
2006	15
2007	10
2008	8
2009	18
2010	11
2011	9
2012	4
2013*	4

\* Até Abril de 2013

Fonte: elaborada pelos autores

Se considerarmos os setores das empresas que fizeram ofertas de ações subsequentes, podemos observar uma presença em todos os setores. No entanto, os setores de Consumo Cíclico, Bens de Produção, Transporte e de Serviços e o setor Financeiro foram os que tiveram maior presença na amostra estudada.

Tabela 2 – Amostra por setor

<b>Energia</b>	2
<b>Materiais Básicos</b>	9
<b>Bens de Industriais, Construção e Transporte</b>	11
<b>Consumo Não-Cíclico</b>	9
<b>Consumo Cíclico</b>	17
<b>Assistência Médica</b>	1
<b>Financeiro</b>	11
<b>Tecnologia da Informação</b>	1
<b>Telecomunicações</b>	1
<b>Utilidade Pública</b>	9

**Nota:** O número total de empresas para os setores é de 71 setores, pois algumas empresas tiveram mais de um *follow on*.  
Fonte: Elaborada pelos autores

### 3.2 Definição do evento, da janela de evento e da janela de estimação

De posse da data na qual a oferta secundária foi comunicada à CVM (evento), foi realizado um levantamento do retorno diário da ação da empresa atrelado ao retorno diário da BM&FBovespa cuja janela de evento será o mês posterior a esta data. A janela de estimação – usada para a estimação dos parâmetros do modelo – será correspondente a 252 dias úteis anteriores ao intervalo proposto.

Segundo MacKinlay (1997, p. 20) *apud* Serra *et al.* (2011), a janela de estimação e a janela de evento não devem ter datas coincidentes. Para tanto, utilizou-se um intervalo de cinco dias entre a janela de

estimação e a janela de evento. A Figura 1 apresenta a linha de tempo utilizada considerando a janela de estimação, o intervalo e a janela de evento.

**Figura 1:** Linha de Tempo de um Estudo de Eventos. Fonte: Serra *et al.* (2011 , p. 27).

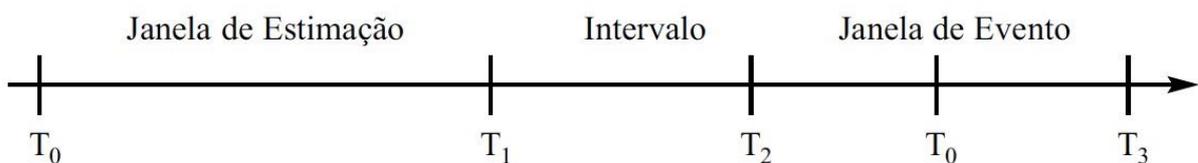
### 3.3 Retorno Anormal

Para cada ação ingressante, será calculado o retorno anormal acumulado dentro desta janela, tomando como base o modelo de mercado (Índice de Ações Ibovespa). Posteriormente, a média dos retornos anormais acumulados será testada para verificar se é significativamente diferente de zero. Para o cálculo do retorno anormal foi utilizado o modelo de mercado, que, segundo MacKinlay (1997 , p. 18), é um modelo estatístico que relaciona o retorno de um título ao retorno do mercado, conforme a equação 3.3.1.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$E(\varepsilon_{it}) = 0; \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma^2_{\varepsilon t} \quad \text{Equação (3.3.1)}$$

Em que,  $R_{it}$  e  $R_{mt}$  são os retornos no período  $t$  do título  $i$  e da carteira de mercado,  $\varepsilon_{it}$  é o ruído branco e  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  e  $\sigma^2_{\varepsilon t}$  são os parâmetros a serem estimados para o modelo de mercado. O Ibovespa foi utilizado como a carteira de mercado, cujo retorno diário foi obtido no sistema de informações Economatica. Para a estimação dos parâmetros  $\alpha$  e  $\beta$ , os retornos foram calculados em sua forma logarítmica com periodicidade diária diretamente. A janela de estimação, conforme exposto na seção 3.2, tem 252 dias. O retorno anormal foi calculado conforme a equação 3.3.2:



$$RA_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{mt}) \quad \text{Equação (3.3.2)}$$

Em que,  $RA_{it}$  é o retorno anormal no período  $t$  do título  $i$ ,  $R_{it}$  é o retorno no período  $t$  do título  $i$ ,  $R_{mt}$  é o retorno do período  $t$  da carteira de mercado e  $\alpha_i$  e  $\beta_i$  são os parâmetros estimados para o título  $i$

### 3.4 Retorno Anormal Acumulado

Os retornos anormais foram acumulados para cada título, conforme a equação 3.4.1:

$$RAA_i(t_2,t_3) = \sum_{t=t_2 \text{ a } t_3} RA_{it} \quad \text{Equação (3.4.1)}$$

Em que,  $RAA_i(t_2,t_3)$  é o retorno anormal acumulado no período  $t_2$  a  $t_3$ , ou seja, na janela de evento, do título  $i$ .

### 3.5 Abordagem Estatística

A hipótese nula é de que a média dos RAAs é igual a zero, ou seja:

$$H_0 : \mu_{RAA} = 0$$

A hipótese alternativa bicaudal complementar  $H_a$  é a de que a média dos RAAs é diferente de zero, ou seja:

$$H_a: \mu_{RAA} \neq 0$$

As hipóteses serão testadas com o uso da estatística  $t$  de *Student* que tem como pressuposto a normalidade dos retornos das diversas ofertas analisadas.

## 4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Os resultados da tabela 1 indicam que o anúncio de emissão de ações no Brasil corrobora a teoria no que tange à existência de retorno anormal negativo, conforme apontado por Hansen (1989) e Eckbo e Masulis (1992) nos Estados Unidos, por Levis (1995) e Slovin *et al.* (2000) no Reino Unido, por Gajewski e Ginglinger (2002) na França, por Marsden (2000) na Nova Zelândia, por Kabir e Roosenboom (2003) na Holanda e por Ching *et al.* (2006) em Hong Kong.

Da janela estimada, entre os 5 dias anteriores e os 5 dias posteriores ao anúncio da emissão, não foi identificada a existência de retorno anormal no período anterior ao anúncio, em nenhum dos dias analisados individualmente.

**Tabela 3** – Retorno anormal na janela de -5 dias até +5 dias

Período	Ret. -5	Ret. -4	Ret. -3	Ret. -2	Ret. -1	Anúncio	Ret. +1	Ret. +2	Ret. +3	Ret. +4	Ret. +5
Retorno	0,23%	-0,15%	-0,19%	0,02%	0,00%	-0,71%	-0,92%	-0,06%	-0,01%	-0,30%	-0,26%
	(0,95)	(-0,69)	(-0,80)	(0,07)	(0,02)	(-2,06)	(-2,34)	(-0,23)	(-0,04)	(-1,21)	(-0,96)

Fonte: Elaborada pelos autores

Por outro lado, é possível observar na tabela 3 que tanto no dia do anúncio quanto no dia posterior ao anúncio (Ret + 1) há evidência, com 95% de confiança, da existência de retorno anormal negativo (destruição de valor) no anúncio de emissão subsequente de ações. Esse resultado é explicado na teoria pelo fato de no anúncio da oferta os investidores encararem a ação como um preço caro. Isso

ocorre devido à interpretação de que se o acionista controlador está emitindo novas ações (ou vendendo suas ações atuais – oferta secundária), o preço deve estar elevado, uma vez que este acionista, com todas as informações internas da empresa que possui, não venderia ações caso o preço estivesse depreciado.

Outra possível razão pelo qual o retorno é negativo seria a possibilidade de os agentes de mercado forçar o preço da ação para baixo com o intuito de efetuar a compra do papel no momento efetivo da oferta para que este se ajuste e volte ao preço anterior ao anúncio da emissão de ações.

Se forem analisados os resultados com a janela do evento acumulada (tabela 4) entre o 5° dia anterior ao evento e o 1° dia anterior ao evento (Ret -5 a -1) é possível observar que não há retorno anormal no período, assim como indicado de forma individual na tabela 3.

**Tabela 4 – Retorno anormal em período acumulado**

<b>Período</b>	<b>Ret. (-5 a -1)</b>	<b>Ret. (+1 a +5)</b>
<b>Retorno</b>	-0,09% (-0,16)	-1,53% (-2,25)

Fonte: Elaborada pelos autores

Por outro lado, se analisarmos o período acumulado de 5 dias após o evento (1° dia após o evento até o 5° dia após o evento), os resultados indicam a existência de retorno anormal negativo na janela acumulada, corroborando ainda mais a teoria da destruição de valor do anúncio de emissão de novas ações.

Por fim, é importante ressaltar que os resultados analisados nesta pesquisa corroboram os estudos de Mussa *et al.* (2008), Mussa *et al.* (2007), Yoshinaga, Oda & Famá (2005), Almeida *et al.* (2008), Rostagno, Soares & Soares (2003), Ceretta, Vieira & Milach (2008) e Silva & Leal (2002), que rejeitam a hipótese de eficiência de mercado na bolsa de valores brasileira, visto que os resultados aqui expostos atestam um retorno anormal negativo no período posterior ao evento.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Este estudo teve como objetivo identificar se os anúncios de emissão de novas ações na bolsa de valores brasileira gera um retorno anormal para os acionistas da empresa. O estudo abordou as emissões ocorridas entre 2004 e abril de 2013.

Os resultados encontrados indicam a existência de retorno anormal negativo no dia do anúncio da emissão de novas ações de empresas brasileiras. Adicionalmente, esse retorno anormal negativo também é refletido no período posterior ao anúncio, de forma acumulada, até o 5° dia após o anúncio do evento. Tais resultados corroboram vários estudos em diversas bolsas de valores no mundo, como os de Hansen (1989) e Eckbo e Masulis (1992) nos Estados Unidos, por Levis (1995) e Slovin *et al.*

(2000) no Reino Unido, por Gajewski e Ginglinger (2002) na França, por Marsden (2000) na Nova Zelândia, por Kabir e Roosenboom (2003) na Holanda e por Ching *et al.* (2006) em Hong Kong.

As possíveis razões levantadas para esta destruição de valor no anúncio de oferta subsequente de ações são o fato de o mercado interpretar que o acionista controlador identifica uma oportunidade de venda da ação pelo fato de o preço estar elevado ou mesmo a possibilidade de o mercado pressionar o preço da ação para baixo com o intuito de comprar a ação no momento efetivo da oferta a um preço mais baixo.

Por fim, é importante ressaltar que os resultados analisados nesta pesquisa corroboram os estudos de Mussa *et al.* (2008), Mussa *et al.* (2007), Yoshinaga, Oda & Famá (2005) Almeida *et al.* (2008), Rostagno, Soares & Soares (2003), Ceretta, Vieira & Milach (2008) e Silva & Leal (2002), que rejeitam a hipótese de eficiência de mercado na bolsa de valores brasileira.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adaoglu, Cahit. (2006). Market Reaction to 'Unsweetened' and 'Sweetened' Rights Offerings in an Emerging European Stock Market. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(3), pp. 249–268.

Almeida, P. M. R.; D. M. L., Martin; Kimura, H.; Nakamura, W. T. (2008). Construção de uma carteira de ações por meio de cointegração com a carteira de referência: Evidência a partir de ações na bolsa de valores. *Revista de Economia Mackenzie*(6), 41-65.

Asquith, P.; Mullins Jr., D. W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*(15), pp. 61-89.

Baesso, R. S.; Coscarelli, B. B.; Amaral, F. V. A.; Silva, R. A.; Amaral, H. F.;. (2008). Teste de Hipótese de Eficiência do Mercado no Brasil: Uma aplicação de filtros ótimos. *Encontro Nacional de Pós-Graduação em Administração - EnANPAD. XXXII*. Rio de Janeiro: EnANPAD.

Brito, N. R. O. (Janeiro/Abril de 1978). Eficiência informacional fraca de mercados de capitais sob condições de inflação. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, 4(10), 63-85.

Camargos, M. A. de; Barbosa, F. V. (Janeiro / Março de 2003). Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(1), 41-55.

- Ceretta, P. S. (2002). Comportamento das variações de preço nos mercados de ações da América Latina. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*. XXV. Campinas: EnANPAD.
- Ceretta, P. S.; Vieira, K. M.; Milach, F. T.; (2008). Efeito “dia da semana” no mercado brasileiro: uma análise sob a ótica da liquidez, do retorno e da volatilidade. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*. XXXII. Rio de Janeiro: EnANPAD.
- Chen, C.; Chen, X.; (2007, Setembro). The information content of rights offerings in China. *Research in International Business and Finance*, 21, pp. 414–427.
- Ching, K., Firth, M., & Rui, O. (2006, Janeiro). The information content of insider trading around seasoned equity offerings. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14, pp. 91–117.
- Comissão de Valores Mobiliários. (29 de Março de 2003). *Instrução Normativa CVM n.º 400*. Acesso em 22 de Junho de 2013, disponível em Comissão de Valores Mobiliários: <http://www.cvm.gov.br/>
- Comissão de Valores Mobiliários. (07 de Dezembro de 2009). *Instrução Normativa CVM n.º 480*. Acesso em 22 de Junho de 2013, disponível em Comissão de Valores Mobiliários: <http://www.cvm.gov.br/>
- Contador, C. (1973, Julho). A Hipótese do Mercado Eficiente e a Rentabilidade de Ações no Brasil. *Revista da Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais*, 7(1).
- Contador, C. (Janeiro / Abril de 1975). Uma análise espectral dos movimentos da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 1(1).
- Costa, F. M.; Lopes, A. B.; (2007). Ajustes aos US-GAAPs: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18, 45-57.
- Dhatt, M. S., Kim, Y. H., & Mukherjic, S. (1996, Maio). Seasoned equity issues: The Korean experience. *Pacific-Basin Finance Journal*, 4(1), 31–43.
- Eckbo, B. E.; Masulis, R. W.; (1992). Adverse Selection and the Rights Offer Paradox. 32(3), pp. 293-332.
- Eckbo, B. E.; Masulis, R.W.; (1995). Seasoned Equity Offerings: A Survey. (V. M. R. Jarrow, Ed.) *Finance*, 9(31), 1017-1072.
- Fama, E. (1965, Janeiro). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), pp. 34-105.
- Fama, E. (1970, Maio). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383–417.

- Fama, E. (1991, Dezembro). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), pp. 1575-1617.
- Fama, E. (1995, Janeiro / Fevereiro). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, 21(5), pp. 75-80.
- Forti, C. A. B.; Peixoto, F. M.; Santiago, W. de P.; (2009, Setembro / Dezembro). Hipótese de Eficiência de Mercado: Um Estudo Exploratório no Mercado de Capitais Brasileiro. *Gestão & Regionalidade*, 25(75), pp. 45-56.
- Furtado, C. (1997). *Emissão de ações e valor de mercado da empresa : um estudo de ofertas primárias de ações negociadas em bolsas de valores no Brasil*. São Paulo: EAESP - CDAE: Teses, Doutorado em Administração de Empresas.
- Gajewski, J., & Ginglinger, E. (2002). Seasoned Equity Issues in a Closely Held Market: Evidence from France. *European Finance Review*, 6(3), pp. 291-319.
- Galdão, A.; Famá, R.; (1998). Avaliação de eficiência no mercado acionário brasileiro por volatilidades comparadas, no período 1977-1996. XXII. Foz do Iguaçu: EnANPAD.
- Gonçalves Júnior, W., & Eid Junior, W. (Julho / Setembro de 2011). Surpresas com relação à política monetária e o mercado de capitais: evidências do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, 31(3), 435-454.
- Hansen, R. (1989). The Demise of the Rights Issue. *The Review of Financial Studies*, 1(3), 289-309.
- Jung, K.; Kim, Y.-C.; Stulz, R.; (1996, Outubro). Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. 42(2), pp. 159–186.
- Kabir, R.; Roosenboom, P.; (2003, Janeiro). Can the stock market anticipate future operating performance? Evidence from equity rights issues. *Journal of Corporate Finance*, 9(1), pp. 93–113.
- Kang, H. (1990). Effects of seasoned equity offerings in Korea on shareholder's wealth. (R. a. Chang, Ed.) *Pacific-Basin Capital Markets Research*, pp. 265-282.
- Kang, J.-K.; Kim, Y.-C.; Stulz, R. M.; (1999). The Underreaction Hypothesis and the New Issue Puzzle: Evidence from Japan. *The Review of Financial Studies*, 12(3), pp. 519–534.
- Levis, M. (1995, Julho). Seasoned equity offerings and the short- and long-run performance of initial public offerings in the UK. *European Financial Management*, 1(2), pp. 125–146.

- Lima, J. B. N.; Terra, P. R. S.; (2006). A Reação do Mercado de Capitais Brasileiro à Divulgação das Informações Contábeis. (G. & Varga, Ed.) *Gestão de Investimentos e Fundos*, 199-216.
- Loughran, T.; Ritter, J. R.; (1995, Março). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, 50(1), pp. 23-51.
- Loughrana, T.; Ritter, J. R.; (2000, Março). Uniformly least powerful tests of market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 55(3), pp. 361–389.
- Machado, M.; Machado, M. A. V.; (2008). Retorno Acionário e Adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa: Um Estudo de Eventos. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*. XXXII. Rio de Janeiro: EnANPAD.
- MacKinlay, A. C.; (1997, Março). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, XXXV, pp. 13–39.
- Marisettya, V. B.; Marsdenb, A.; Veeraraghavanc, M.; (2008, Junho). Price reaction to rights issues in the Indian capital market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), pp. 316–340.
- Marsden, A.; (2000, Julho). Shareholder wealth effects of rights issues: Evidence from the New Zealand capital market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8(3-4), pp. 419–442.
- Marsh, P.; (1979, Setembro). Equity Rights Issues and the Efficiency of the UK Stock Market. *The Journal of Finance*, 34(4), pp. 839-862.
- Masulis, R. W.; Korwar, A. N.; (1986, Janeiro - Fevereiro). Seasoned equity offerings: An empirical investigation. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), pp. 91–118.
- Medeiros, O. R.; Daher, C. E.; (2008). Evidências de Bolhas Especulativas no Mercado de Ações Brasileiro. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*. XXXII. Rio de Janeiro: EnANPAD.
- Medeiros, O. R.; Matsumoto, A. S.; (Janeiro - Abril de 2006). Emissões públicas de ações, volatilidade e insider information na Bovespa. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 1(40), pp. 25-36.
- Mikkelson, W., & Partch, M. (1986, Janeiro-Fevereiro). Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), pp. 31–60.
- Muniz, J. C.; (1980, Janeiro/Abril). Testes preliminares de eficiência do mercado de ações brasileiro. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, 6(16), 80-94.

- Murat, L. F. G.: (2007). Estratégia de seleção de carteiras de ações baseada na taxa de retorno dos dividendos – Um estudo empírico sobre ações da Bovespa. *Seminários em Administração da FEA/USP. X*. São Paulo: SemeAD.
- Mussa, A., Trovao, R., Fama, R., & Santos, J. (2008). A Estratégia de Momento de Jegadeesh e Titman e suas Implicações para a Hipótese de Eficiência do Mercado Acionário Brasileiro. *Revista Eletrônica de Gestão, 2*, 73-88.
- Mussa, A.; Trovão, R. H.; Santos, J. O.; Olindo, R.: (2007). Anomalias do mercado acionário: a verificação do efeito segunda-feira no IBOvespa, no período de 1986 a 2006. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, VII*, pp. 1-15. São Paulo.
- Olivieri, F. J.; Pagnani, E. M.: (Dezembro de 2004). Instrumentos de Avaliação de Desempenho e Risco no Mercado Acionário Brasileiro: Um estudo de anomalias de mercado na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). *Revista Brasileira de Gestão de Negócios, 6(16)*, 29-42.
- Perobelli, F. F. C.; Ness Júnior, W. L. (2000). Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: Um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, XXIV*.
- Perobelli, F. F. C.; Perobelli, F. S.; Arbex, M. A.: (2000, Maio/Agosto). Expectativas racionais e eficiência informacional: Análise do mercado acionário brasileiro no período 1997-1999. *Revista de Administração Contemporânea, 4(2)*.
- Roberts, H. V. (1967, Maio). Statistical versus clinical prediction of the stock Market. *Unpublished Manuscript*. Chicago: Center for Research in Security Prices.
- Rochman, R. R.; Eid Jr., W.: (2007). Insiders Conseguem Retornos Anormais?: Estudos de Eventos sobre as Operações de Insiders das Empresas de Governança Corporativa Diferenciada da Bovespa. *Encontro Brasileiro de Finanças. VII*, pp. 1-16. São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças.
- Ross, S.; Westerfield, R.W.; Jaffe, J. F.: (2010). *Administração Financeira* (2 ed.). São Paulo: Atlas.
- Rostagno, L. M.; Soares, R. O.; Soares, K. T. C.: (2003). Value strategies in the Brazilian Stock Market. *Business Association of Latin American Studies - BALAS*. São Paulo.
- Salamudin, N.; Ariff, M.; Nassir, A. M.: (1999, Agosto). Economic influence on rights issue announcement behavior in Malaysia. *Pacific-Basin Finance Journal, 7(3-4)*, pp. 405–427.

- Serra, R. G.; Lima, G. A. S. F.; Martelanc, R.; Lima, I. S.;. (Abril/Junho de 2011). Efeito no Preço das Ações Ingressantes no Ibovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 22(2), 15-42.
- Shahid, H.; Xinping, X.; Mahmood, F.; Usman, M.;. (2010, Agosto). Announcement Effects of Seasoned Equity Offerings in China. *International Journal of Economics and Finance*, 2(3), pp. 163-169.
- Shen, Y.; Xiao, M.;. (2001). An empirical test of market reaction on listed companies' rights offering behavior. *Securities Market Journal*, pp. 26–29.
- Silva Jr., D. T.; Corrar, L. J.;. (2007). Avaliação empírica da existência de conteúdo informacional nas posições de contratos futuros em aberto de índice Bovespa a respeito das cotações médias do índice Bovespa à vista. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração. XXXI*. Rio de Janeiro: EnANPAD.
- Silva, E. A. C.; Lima, R. E.;. (2007). Evidências Empíricas do Efeito Janeiro no Mercado Acionário Brasileiro. *Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia - SEGET, IV*. Resende.
- Silva, T. R.; Leal, R. P. C.;. (2002, Setembro/Dezembro). Estrutura fractal em mercados emergentes. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(3), 97-108.
- Silva, W. V.; Figueiredo, J. N.; Souza, A. M.;. (2002). Avaliação do efeito “dia da semana” nos retornos dos índices Bovespa (Brasil), Merval (Argentina) e Dow Jones (Estados Unidos). *Encontro Nacional de Engenharia de Produção ENEGEP. XXII*, pp. 1-8. Curitiba: Abepro.
- Slovin, M. B.; Sushkac, M. E.; Laid, K. W. L.;. (2000, Agosto). Alternative flotation methods, adverse selection, and ownership structure: evidence from seasoned equity issuance in the U.K. *Journal of Financial Economics*, 57(2), pp. 157–190.
- Tan, R. S. K.; Chnga, P. L.; Tong, Y. H.;. (2002, Janeiro). Private placements and rights issues in Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(1), pp. 29–54.
- Tavares, R. M. S.; Moreno, R.;. (2007). Alterações de Ratings de Países Emergentes e Efeitos no IBX. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração. XXXI*. Rio de Janeiro: EnANPAD.
- Teixeira, A. J. C.;. (2001). O princípio do registro pelo valor original e a teoria econômica – hipótese do mercado eficiente e o modelo CAPM. *Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues – APC, XIII*. Rio de Janeiro.
- Tsangarakis, N. V.;. (1996). Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece. *Financial Management*, 25(3).

Yoshinaga, C. E.; Oda, A. L.; Famá, R.;. (2005). Análise da sobrereação de preços no mercado de ações brasileiro no período 1995-2003. *Seminários em Administração da FEA/USP - SemeAD, VIII*. São Paulo.

Recebido em 29/11/2013 Aprovado em 27/02/2014 Disponibilizado em 28/02/2014 Versão Corrigida disponibilizada em 25/03/2014 Avaliado pelo sistema <i>double blind review</i>
---