

## **Underpricing Nas Ofertas Públicas Iniciais (IPO): Uma Revisão De Literatura**

**FERNANDA KREUZBERG**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

**MOACIR MANOEL RODRIGUES JUNIOR**

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

Agradecimento à órgão de fomento:

Os autores agradecem ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) que financiou o projeto cujo um dos produtos é o manuscrito apresentado.

## ***Underpricing* Nas Ofertas Públicas Iniciais (IPO): Uma Revisão De Literatura**

### **Resumo**

O processo de captação de capital exige muitas vezes a entrada no mercado de ações por parte das empresas. Um período em que uma empresa entra no mercado de ações é denominado de *Initial Public Offering* (IPO). Ao entrar no mercado, lança-se um prospecto onde é determinado o volume de ações e seu preço inicial de negociação. O montante da venda inicial é o capital obtido pela empresa. Se o preço da ação no final do primeiro dia de pregão for superior ao do início das negociações, ocorre o fenômeno chamado *underpricing*. O *underpricing* é o quanto uma empresa deixa de arrecadar dada sua inserção no mercado de capitais. O estudo de fatores que mitigam o valor do *underpricing* auxilia no processo de IPO das empresas. Assim este estudo teve por objetivo identificar e delinear as pesquisas na temática de *underpricing* em IPOs, no âmbito da literatura internacional. Foram analisados um total de 127 artigos

**Palavras-chave:** Initial Public Offering. Underpricing. Corporate Governance.

### **1. Introdução**

A decisão pela abertura de capital (do inglês *Initial Public Offering* – IPO) advém do crescimento das empresas e da necessidade de mais recursos para a expansão das atividades (Teixeira, Barbosa & Souza, 2010). Além da necessidade de novas fontes de capital, Ritter e Welch (2002) identificaram que as principais razões para abertura de capital surgem da necessidade de dar liquidez para os acionistas e obter a confiança de investidores e demais *stakeholders* através da adoção de práticas de governança.

Conforme abordado na teoria *pecking order*, a abertura de capital seria uma fonte de financiamento para as empresas, quando as opções de recursos internos e fontes de endividamento foram esgotadas (Myers, 1984). Kim e Weisbach (2005) efetuaram um levantamento em 38 países e constataram que as empresas optam pela oferta primária de ações devido a uma necessidade de capital para realizar investimentos em pesquisa, aquisição de estoques. Os autores complementam que parte dos recursos captados na IPO é destinada ao pagamento de dívidas, ao observarem uma diminuição dos níveis de endividamento das empresas após IPO.

A abertura de capital é considerada um elemento que influencia o processo de crescimento e expansão das empresas, por admitir maior alavancagem e maior visibilidade no mercado (Darmadi & Gunawan, 2013), bem como minimiza o custo de financiamento dos investimentos. Conforme Ibbotson (1975) e Ritter e Welch (2002) a escolha do momento adequado para abrir capital depende de alguns fatores, como por exemplo, das condições históricas do mercado. Exemplo disso é o processo de expansão ocorrido no mercado americano nas décadas de 1970 e 1980, conforme descrito nas pesquisas de Ibbotson (1975), Beatty e Ritter (1986), Rock (1986). Durante esse período, o processo inicial de captação de recursos tornou-se tão difundido nos EUA que, nos anos 80 a média era de uma IPO por dia de negociação da bolsa (Ritter, 1984).

Por outro lado, no Brasil, esse processo ainda é recente, com destaque a partir da criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa em 2000 e da edição da Instrução nº 400 da CVM que regula as ofertas iniciais (Rodarte & Camargos, 2013). Com estas mudanças buscou-se atrair o interesse dos investidores para o mercado acionário, bem como assegurar a proteção de seus interesses, o que teve um impacto positivo no mercado e resultou no aumento das IPOs no Brasil. Durante a década de 1990 houve somente 7 aberturas

de capital, e na década seguinte ocorreram 117 IPOs, sendo o pico alcançado em 2007 com 59 IPOs. No período de 2013 a 2020 houve 59 novas emissões (ver Tabela 1). Mesmo assim, o número de IPOs que ocorrem no Brasil ainda é relativamente inferior se comparado a outros países.

**Tabela 1.**  
**Dinheiro deixado na mesa nos IPOs de empresas brasileiras**

Ano	Quantidade IPO	Recursos Levantados*	Recursos Levantados em Média*	Valor deixado na mesa* <sup>1</sup>	Valor deixado na mesa em média*
2013	10	17.293	1.729	- 296	- 30
2014	1	418	418	10	10
2015	1	603	603	77	77
2016	1	674	674	- 27	- 27
2017	10	20.761	2.076	695	69
2018	3	6.823	2.274	1.396	465
2019	5	9.836	1.967	- 17	- 3
2020	28	43.778	1.564	2.734	98
<b>Total</b>	<b>59</b>	<b>100.187</b>	<b>1.698</b>	<b>4.570</b>	<b>77</b>

Nota: (\*) Valores em Milhões Reais. (1) A expressão “dinheiro deixado na mesa” refere-se ao montante que uma empresa deixou de arrecadar no IPO por ter vendido ao preço de lançamento, e não ao preço de fechamento do primeiro dia, maior do que o de lançamento.

Fonte: elaboração própria.

Conforme Rodarte e Camargos (2013) além de a abertura de capital, ser uma opção de capitalização para as empresas em desenvolvimento, também é uma possibilidade para aqueles que procuram alternativas de investimento, além da renda fixa. Da mesma forma Pasin, Martelanc, Pimenta Jr., e Riolfi (2006) salientam que o IPO é uma oportunidade para investidores que buscam retornos no curto prazo. Retorno esse que muitas vezes é alcançado por meio do mecanismo de *underpricing*.

*Underpricing* equivale à diferença entre o preço da ação no primeiro dia e o preço de emissão da ação na oferta inicial (Ibbotson, 1975). Quando o preço de emissão é menor que o preço alcançado no primeiro dia de negociação, ocorre *underpricing*. Jenkinson e Ljungqvist (2001) salientam que isso equivale a um desconto na transferência de riqueza para os novos acionistas. Conforme enfatizado por Rodarte e Camargos (2013) essa subestimação no preço das ações configura-se em uma oportunidade de ganho rápido, tendo por objetivo atrair investidores que auferem liquidez às ações, sendo assim uma oportunidade de obter ganhos no curto prazo.

O *underpricing* ocorre devido à assimetria de informação entre o emitente e os novos investidores, a ação é anunciada em um preço menor do que o valor justo para atrair mais investidores (Rock, 1986). Johnston e Madura (2009) acrescentam que quanto maior a assimetria informacional entre empresa e mercado, maior o *underpricing*. Ritter e Welch (2002) complementam que essa prática é natural, uma vez que os agentes que vendem as ações possuem mais informações que os compradores. Assim, o *underpricing* é visto como um prêmio oferecido aos novos investidores por negociarem com agentes que possuem maior informação acerca do negócio. No entanto, quando essa diferença no preço da ação for muito elevada, o que ocorre é a excessiva perda dos acionistas primários, prejudicando a empresa (Leal, 2004).

Verificou-se que no Brasil as pesquisas abrangendo essa temática do *underpricing* em IPOs ainda são incipientes, visto que as IPOs são muito recentes e pouco conhecidas como estratégia de gestão financeira (Teixeira et al., 2010; Rodarte & Camargos, 2013; Brito & Gartner, 2015). Daily et al. (2003) destacam a importância de estudar IPOs, por se tratar de um momento crítico no desenvolvimento das empresas. Além disso, é possível verificar a importância de aprofundar esse tema, ao se analisar os dados dos IPOs brasileiras e o

montante de recursos que deixou de ser negociado por estar subestimado (ver Tabela 1). Ao analisar o período de 2002 a 2013, ocorreu um total de 140 IPOs, que culminou com a captação de R\$ 135,3 bilhões no período, sendo que o “dinheiro deixado na mesa” foi de R\$ 8,2 bilhões, cerca de 6% do volume financeiro efetivamente captado pelas empresas (Brito & Gartner, 2015). Para o período de 2013 a 2014 o montante deixado em mesa representa 4,5% do volume de recursos captados. Como o valor médio está caindo à tendência é que mais empresas menores estão acessando ao mercado de capitais.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais surgiram diversos estudos para analisar os fatores relacionados aos retornos anormais gerados a partir da IPO, uma vez que foram observados que os retornos das ações eram positivos no primeiro dia de negociação. Entretanto, os retornos de longo prazo eram inferiores aos retornos do mercado. Brito e Gartner (2015) reforçam que o comportamento de retornos anormais dos IPOs intriga tanto os pesquisadores quanto os profissionais de mercado. Assim, surgiram diferentes perspectivas teóricas para explicar esse fenômeno, a que ganha mais força é da utilização de elementos de governança corporativa para mitigar as perdas de captação na emissão inicial de ações.

Visto isso, tem-se por motivação a realização de um levantamento da literatura acerca do tema no âmbito internacional, formulando-se o seguinte problema de pesquisa: Quais as oportunidades de pesquisa na temática do *underpricing* em IPOs, a partir de uma análise da literatura de natureza empírica? Nesse intuito a pesquisa tem por objetivo identificar e delinear as pesquisas na temática de *underpricing* em IPOs, no âmbito da literatura internacional.

Daily, Certo, Dalton e Roengpitya (2003) e Engelen, Bailey e Van Essen (2013) realizaram meta-análises sobre os determinantes e consequências do *underpricing* de IPOs e reforçaram a importância da realização de pesquisas dessa natureza, devido à falta de consenso empírico. Os autores acrescentam ainda a importância de analisar esse fenômeno que representa um momento de transição crítico enfrentado pelas empresas, principalmente por passar a disponibilizar publicamente informações específicas da empresa, que serão cuidadosamente examinados por seus investidores.

Azevedo, Guney e Leng (2018) realizaram um levantamento da literatura de IPOs na China, devido às alterações regulatórias nesse ambiente. Os autores constataram não haver uma única abordagem teórica para capturar as características de IPOs no mercado chinês e apontaram as deficiências e a baixa sofisticação metodológica nas pesquisas baseadas na análise desse mercado em específica.

Assim sendo, a realização de uma pesquisa dessa natureza busca contribuir ao desenvolvimento teórico da temática, identificando os avanços ocorridos e as apresentar diretrizes para futuras pesquisas. Adicionalmente, a pesquisa se propõe a analisar a literatura empírica, pela necessidade de criticar e sintetizar a literatura existente e apresentar perspectivas futuras para a evolução dessa temática.

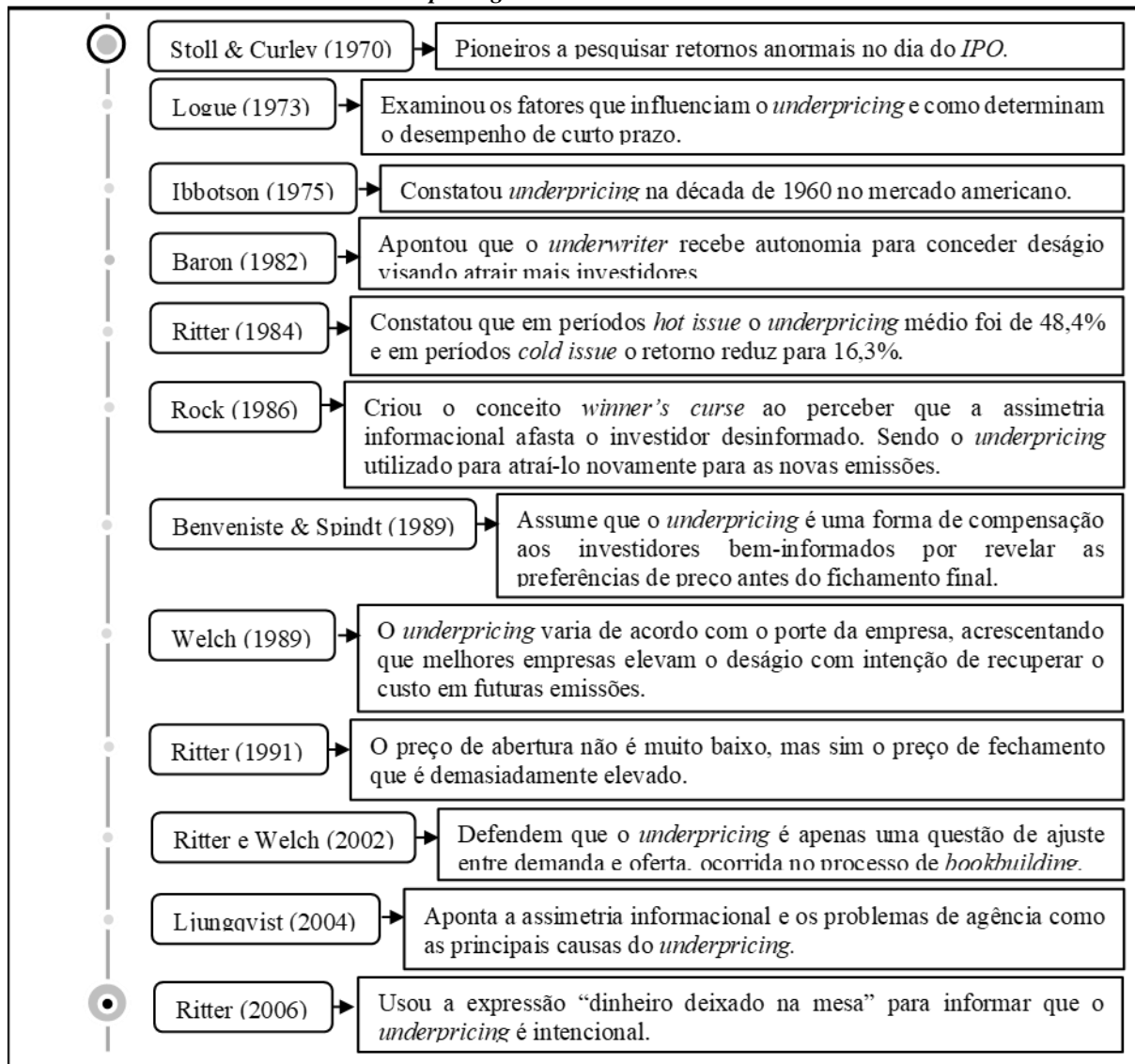
## **2. Revisão de Literatura**

A abertura de capital é motivada pelo crescimento das empresas, pela necessidade de captação de recursos para expansão das atividades e diminuição dos custos de financiamento dos investimentos. No momento adequado para abertura de capital é afeta pelas condições históricas do mercado, dentre outros fatores. É o chamado efeito do *market timing*, em que as empresas optam pela abertura de capital em momentos que o mercado está aquecido, em alta, ou seja, quando se identifica um momento em que ocorreu um aumento na precificação das outras empresas (Ritter & Welch, 2002). No entanto, vale ponderar que o efeito *market timing* gera um baixo desempenho no longo prazo das ações das empresas que realizaram IPOs.

Ao analisar as pesquisas sobre IPOs, identifica-se predominância de estudos voltados para a análise de desempenho das IPOs no curto e longo prazo. Stoll e Curley (1970) foram

pioneiros em estudar os retornos anormais do primeiro dia de negociação de IPOs (Figura 1). Assim como nas pesquisas de Logue (1973) e Ibbotson (1975) foi evidenciado que os retornos das ações no primeiro dia de negociação após o IPO eram positivos e maiores que os retornos do mercado. Porém, quando analisados os retornos de longo prazo, os autores encontraram retornos inferiores ao do mercado.

**Figura 1.**  
**Primeiras evidências sobre IPO e *underpricing* na literatura internacional.**



Fonte: Elaborado a partir de Rodarte e Camargos (2013).

Esses resultados também foram confirmados em outras pesquisas como Ritter (1991), Loughran e Ritter (1995) e Ritter e Welch (2002) no mercado americano. No Brasil, destaca-se a análise do retorno das ações no curto e longo prazo, podem ser encontradas nas pesquisas de Procianoy, Cigerza (2008), Silva e Fama (2011) e Brito e Gartner (2015). Ambos os estudos apresentaram evidências de sobrevalorização nos preços das ações no primeiro dia de negociação entre 5% e 9%, e posteriores quedas nas cotações num longo prazo. Na Figura 1, apresentam-se os principais trabalhos sobre a abordagem do *underpricing*, evidenciados pela literatura internacional.

De maneira mais sucinta Huang e Levich (2003) haviam estabelecido três grandes temas que tinham certa padronização empírica no que tange ao *underpricing*. Estes grandes

temas também foram identificados na revisão efetuada por Pazarzi (2014). O primeiro tema era chamado de *new issue anomaly*, ou seja, em média as ações eram subestimadas nos primeiros dias de negociação. O segundo tema identificado pelos autores era referente ao mercado aquecido (retornos iniciais extremamente elevados). Por fim, os autores constataram que o retorno do IPO no longo prazo é baixo.

De acordo com Agathee, Sannassee e Brooks (2012) ainda não existe um *framework* que integre todos os fatores que afetam o *underpricing*. Mas cada vez mais tem-se desenvolvido modelos teóricos que possam auxiliar no entendimento do *underpricing* de IPOs. A exemplo disso, os autores citam a hipótese de *winner's curse*, teorias de *bookbuilding*, hipótese do principal e agente, teoria da sinalização, hipótese de *law-suit avoidance*, hipótese de propriedade e controle e teoria do sentimento do investidor.

Além dessa classificação, tem-se outros estudos que elencam algumas teorias principais para compreender o *underpricing*. Como por exemplo, Hansen (2001) que apresenta a teoria do agente e principal e os custos do monitoramento, a assimetria da informação com a hipótese do *winner curse*, a hipótese da reputação, a teoria da sinalização e as teorias do sentimento do investidor. Outra abordagem é apresentada por Ritter e Welch (2002) que classificam as teorias em apenas três categorias: a) assimetria da informação, b) simetria da informação e c) outras.

Em uma pesquisa desenvolvida posteriormente Daily et al. (2003) reforçam o grande interesse dos pesquisadores em compreender o fenômeno do *underpricing*, não somente de forma empírica, mas também mediante o estabelecimento de conexões teóricas. Os autores citam a pesquisa de Rock (1986) que sugere a ocorrência de *underpricing* devido a assimetria da informação entre emitentes e potenciais investidores, mediante a negociação de um preço menor para atrair os investidores. Seguindo esse raciocínio Ritter (1986) evidencia que empresas com maior incerteza (e maior assimetria) apresentam maior *underpricing*.

Fortalecendo a explicação do *underpricing* pela assimetria da informação destacam-se ainda as pesquisas de Ljungqvist (2007) e Khemiri, Boujelbene e Cheikhrouhour (2011) que utilizam a abordagem da teoria da agência para definir três tipos de assimetria da informação: 1) entre investidor e empresa emitente, 2) empresa emitente e intermediário financeiro, e 3) investidores mais informados e menos informados. Os autores alegam que o equilíbrio para essas assimetrias da informação pode ser identificado pelo *underpricing*.

Por outro lado, há os pesquisadores que defendem a teoria da sinalização, no intuito de sinalizar a qualidade da ação a ser emitida, conforme evidências de Leland e Pyle (1977). Daily et al. (2003) acrescenta que essa sinalização da qualidade, auxilia na mitigação da assimetria de informações.

Contudo, as várias abordagens teóricas já vêm sendo discutidas muito antes das pesquisas supracitadas. Apresenta-se no Quadro 2 um resumo das principais teorias, desenvolvido com base Tinic (1988), Ritter (1998), Certo, Covin, Daily e Dalton (2001) e Pazarzi (2014).

Diante dessas abordagens apresentadas, verifica-se que ainda não se tem um *framework* das principais teorias que podem explicar o fenômeno do *underpricing*. Ao encontro, a presente pesquisa busca contribuir e avançar nesse sentido, evidenciando as principais teorias e temas que são explorados no *underpricing* em IPOs.

## Quadro 2.

### Explicações teóricas para o *underpricing*

Teoria	Definição
Hipótese de aversão ao risco do <i>underwriter</i>	<i>Investment banker</i> definem preços de oferta mais baixos para evitar os custos e riscos associados a perdas.
Hipótese do poder monopsonio	<i>Investment banker</i> com grande poder de barganha (e com boa reputação), conseguem negociar um preço de oferta das ações reduzido para os seus clientes preferenciais, como forma de compensação.
Hipótese da bolha especulativa	Os preços das ações sobem durante o primeiro dia de negociação porque a especulação resultou em investidores dispostos a pagar mais para as mesmas ações que não poderiam obter ao preço de oferta inicial devido <i>oversubscription</i> .
Hipótese da assimetria de informação	O <i>underpricing</i> resulta da assimetria de informações, seja entre investidores mais ou menos informados, seja entre <i>investment banker</i> e empresa emitente.
Hipótese do <i>feedback</i> do mercado	O <i>investment banker</i> utiliza o <i>underpricing</i> das ações para induzir os investidores (durante o período de pré-venda) a revelarem o preço que estariam dispostos a pagar nas ações
Hipótese <i>bandwagon</i>	As ações subestimadas são úteis para induzir os primeiros investidores (críticos) a comprar, motivando os investidores mais cautelosos a comprar posteriormente.
Hipótese da sinalização	O <i>underpricing</i> contribui para um efeito de reputação positiva, de modo que o <i>investment banker</i> possa vender subsequentemente novas ações a preços mais elevados.
Hipótese da dispersão de propriedade	A empresa emissora pode preferir ações subvalorizadas porque a alta demanda dessas ações muitas vezes leva a um grande número de acionistas (o que aumenta a liquidez do mercado para a ação e torna mais difícil o fato de um <i>outsider</i> exercer controle sobre a gestão).
Hipótese <i>winner's curse</i>	Origina-se da assimetria de informação entre investidores. O investidor menos informado somente irá comprar ações a um preço mais baixo, como maneira de compensá-los por retornos negativos no futuro (pois ele está em desvantagem informacional).
Hipótese <i>lawsuit avoidance</i>	Quando o retorno esperado é baixo, o <i>underpricing</i> diminui a probabilidade de uma ação judicial contra o <i>investment banker</i> , servindo como um seguro.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da literatura.

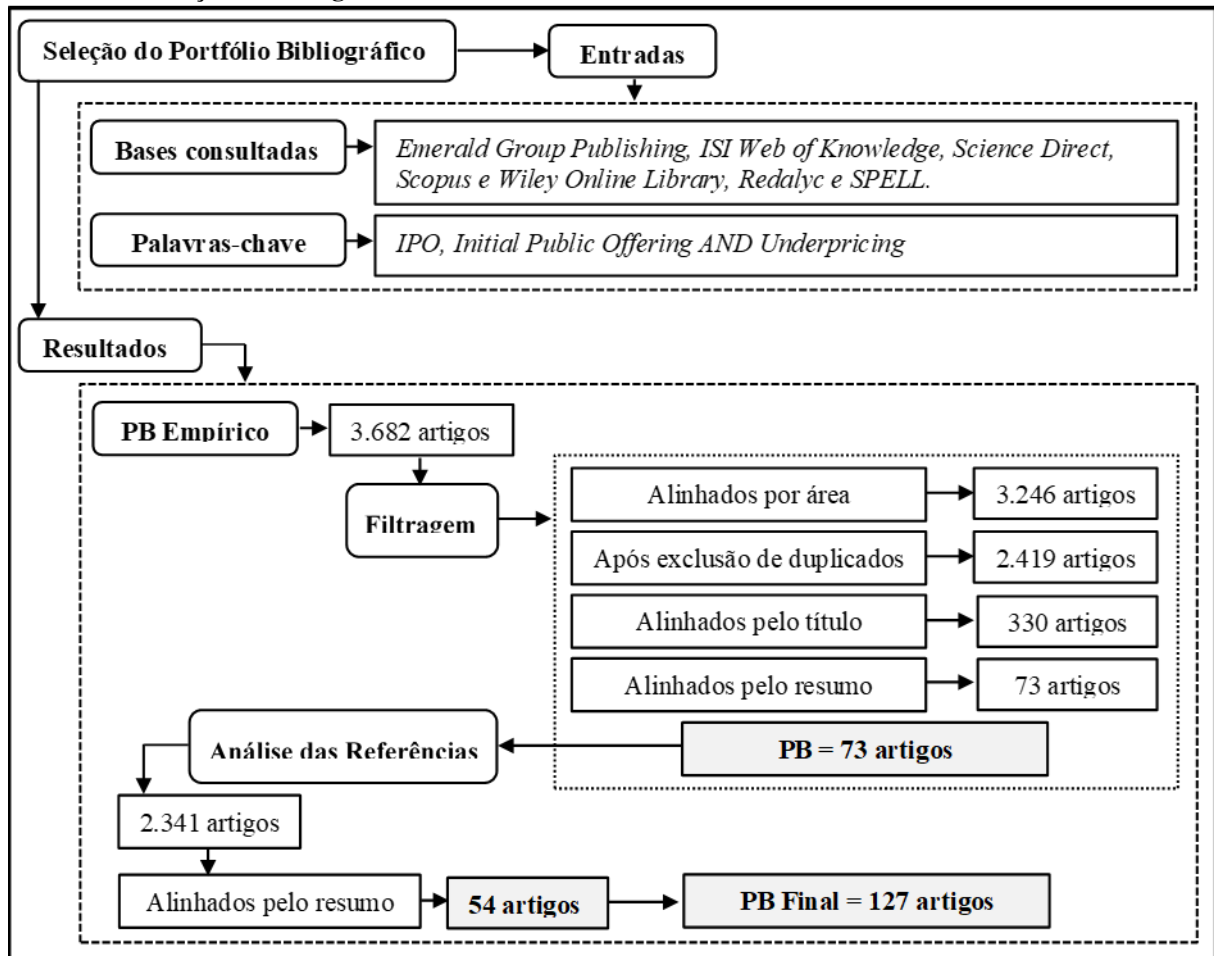
## 3. Metodologia

Para a geração de conhecimento e identificação das lacunas de pesquisa, efetuou-se a seleção do fragmento da literatura, mediante um instrumento estruturado. A estruturação desse processo para seleção dos artigos que compõe o portfólio bibliográfico consiste na definição de palavras-chave, seleção de bases de dados, busca de artigos com base nas especificações anteriores. A etapa de seleção dos artigos é apresentada na Figura 2.

Dada a natureza do desenvolvimento da presente pesquisa buscou-se, com base dos conceitos de revisão de literatura, identificar as tendências e o crescimento do conhecimento de uma determinada área; analisar a produtividade de autores, universidades e países; mensurar o grau de colaboração entre autores e universidades. Além disso, a presente pesquisa busca apresentar tendências de publicação indicadas nos artigos selecionados.

Como estratégia de validação da operacionalização da pesquisa, efetuou-se o registro de todas as etapas e posterior validação por outro pesquisador da temática. Desse modo, a amostra final, compreender a análise e leitura aprofundada de 127 artigos da temática de *underpricing* em IPOs.

**Figura 2.**  
**Processo de Seleção dos Artigos**



Fonte: dados da pesquisa (2021).

## 4. Resultados da pesquisa

### 4.1 Caracterização das pesquisas

A coleta de dados foi realizada em março de 2021 nas bases supracitadas, para que os resultados das buscas evidenciassem artigos sobre a temática desde 1972, como, por exemplo, McDonald e Fisher (1972) que investigaram o comportamento dos preços após novas emissões, evidenciando que *underwriters* podem tentar diminuir os preços nas novas emissões de ações, de modo que as ações valorizem após a emissão. Outro artigo clássico é o de Ibbotson (1975) que analisou o retorno inicial e desempenho pós do mercado na década de 60, confirmando a prática do *underpricing*.

Após os estudos que ofereceram evidências sobre o *underpricing* nas ofertas iniciais, o estudo de Rock (1986) sugere que os investidores desinformados deveriam ser compensados por meio do *underpricing* para permanecer no investimento. Beatty e Ritter (1986) que introduzem a incerteza dos investidores quanto ao valor da oferta inicial, reforçando que os *investment bankers* que tem ma reputação a zelar. Uma vez que houver muito ou pouco *underwriting* o *investment banker* poderá perder potenciais investidores ou até mesmo os emissores das ofertas iniciais, consequentemente. Os autores identificaram ainda que *underwriters* com maior reputação apresentam menores riscos nas ofertas, que representa



menor incentivo a adquirir informação e menos investidores informados. Logo, o estudo conclue que *underwriters* de prestígio estão associados a IPOs com menor retorno.

Na década de 90, surgiram estudos em diversos países (Alemanha, Austrália, Canadá e Nova Zelândia, entre outros) evidenciando a presença de *underpricing* nas ofertas iniciais. Além disso, foram introduzidos estudos sobre a relação entre a separação de propriedade e controle com o resultado de uma IPO. A exemplo disso Brennan e Franks (1997) realizaram um estudo no Reino Unido evidenciando que o *underpricing* é utilizado para atrair investidor o que não possuem uma relação direta com a empresa, e logo faria parte de um grupo de *blockholders*. Nas décadas seguintes (período de 2000 a 2021) essas temáticas envoltas a estrutura da governança das empresas e a relação com o *underpricing* receberam grande atenção dos pesquisadores (mais de 100 artigos na amostra utilizada), sendo discutidos em profundidade na sessão seguinte.

**Tabela 2.**  
**Artigos com maior número de citações**

<b>Autores</b>	<b>Título do Artigo</b>	<b>Periódico</b>	<b>Nº de Citações</b>
Beatty & Ritter (1986)	Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings.	Journal of Financial Economics	3.740
Carter & Manaster (1990)	Initial public offerings and underwriter reputation	The Journal of Finance	3.580
Allen & Faulhaber (1999)	Signaling by under-pricing in the IPO market	Journal of Financial Economics	2.573
Ibbotson (1975)	Price performance of common stock new issues.	Journal of Financial Economics	2.411
Carter, Dark & Singh (1998)	Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks	Journal of Finance	2.105
Michaely & Shaw (1994)	The pricing of initial public offerings: Tests of adverse selection and signaling theories	The Review of Financial Studies	1.067
Brennan & Franks (1997)	Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK	Journal of Financial Economics	1.007
Booth & Chua (1996)	Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Underpricing	Journal of Financial Economics	846
Aggarwal (2000)	Stabilization activities by underwriters after initial public offerings.	The Journal of Finance	655
Stoughton & Zechner (1998)	IPO Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure	Journal of Financial Economics	616

Fonte: dados da pesquisa (2021).

Em relação a autoria dos artigos selecionados, vale ressaltar que mais de 30% deles foram elaborados por mais de 3 autores. No entanto, 48% dos artigos foram desenvolvidos por dois autores e somente 21 artigos foram produzidos por um único autor. Sobre essa informação, vale analisar também a multidisciplinariedade dos autores, bem como redes de colaboração entre autores de diferentes universidades ou até mesmo empresas ou órgãos reguladores.

Na sequência apresentam-se os periódicos que mais deram destaque a temática de *underpricing* em suas publicações.

Dos 127 artigos analisados verifica-se que todos se enquadram no paradigma de pesquisa positivista. O que se verifica nessas pesquisas empíricas, são a exploração e aplicação de estudos em diferentes contextos, países ou setores, no intuito de confirmar ou refutar o comportamento de um determinado fenômeno em diferentes óticas.

**Tabela 3.**  
**Periódicos em destaque**

Periódico	Quantidade de artigos
Journal of Financial Economics	8
The Journal of Finance	6
Corporate Governance: An International Review	5
Journal of Business Finance and Accounting	5
Corporate Ownership and Control	4
Journal of Banking & Finance	4
Journal of Corporate Finance	4
Journal of Financial and Quantitative Analysis	3
Strategic Management Journal	3

Fonte: dados da pesquisa (2021).

## 4.2 Abordagens teóricas

Após a análise das características como autoria, revista de publicação e análise das citações dos 127 artigos da amostra selecionada, partiu-se para uma análise aprofundada dos artigos. Para tal analisou-se a temática analisada em contrapartida com o *underpricing* e as abordagens teóricas utilizadas pelos artigos.

Quanto à abordagem teórica adotada nos estudos selecionados, vale ressaltar a contribuição de Ljungqvist (2007) de que há quatro grandes vertentes sobre o *underpricing*: a) assimetria de informações, b) razões institucionais, c) considerações de controle e d) abordagens comportamentais. Nos estudos analisados nesse levantamento a abordagem da assimetria de informações, oriunda da teoria da agência, foi a mais recorrente na literatura. Sob essa abordagem considera-se que os principais atores em um processo de IPO são a empresa emissora, o banco coordenador e os investidores, e se pressupõe que uma dessas partes sabe mais do que as outras, ou seja, existe assimetria de informação entre os envolvidos no processo de IPO.

A teoria pressupõe que os principais atores num processo de oferta pública possuem informações diferenciadas. Brito e Gartner (2015) elencam três tipos de assimetria: 1) assimetria informacional entre empresa emissora e mercado, 2) assimetria informacional entre os investidores, e 3) associação da ocorrência de *underpricing* ao prestígio do *underwriter* (banco coordenador). Conforme os autores a assimetria entre a empresa emissora e o mercado, surge porque os proprietários e bancos coordenadores têm informações detalhas sobre o negócio, enquanto os investidores têm acesso às informações públicas sobre o processo de oferta, elaborado pelo banco emissor. Nessa linha vale resgatar o estudo de Baron (1982) que considera que o banco emissor (que seria o elo entre empresa e mercado) é mais bem informado, de modo a usar o *underpricing* para induzir ao ponto ideal do valor da IPO. Welch (1989) complementa que a empresa emissora por ser mais bem informada, utiliza o *underpricing* como uma sinalização da sua qualidade ao mercado.

Quanto à assimetria entre os investidores, Brito e Gartner (2015) salientam que o mercado processa as informações da IPO de forma heterogênea. O estudo Rock (1986) já sinalizava que os investidores mais bem informados evitam participar de ofertas públicas sobrevalorizadas, denominado pelo autor por teoria do *winner's curse* (maldição do vencedor). Por essa abordagem, a assimetria informacional, afasta o investidor desinformado e o *underpricing* é utilizado para atraí-lo novamente, uma vez o investidor menos informado

somente irá comprar ações por um preço mais baixo, como maneira de compensá-lo por baixos retornos futuros, devido à assimetria de informações.

Por fim, Brito e Gartner (2015), elencam a associação da ocorrência de *underpricing* ao prestígio do *underwriter* (banco coordenador). Para os autores, a ocorrência ou não de *underpricing* estaria relacionada ao prestígio do *underwriter*. O primeiro estudo a suportar a perspectiva de que os bancos coordenadores influenciam no fenômeno do *underpricing* foi desenvolvido por Beatty e Ritter (1986). O estudo identificou que os bancos coordenadores tiveram uma perda na participação do mercado quando estabeleceram preços da oferta inicial, tem grande variação do preço alcançado ao final do primeiro dia de negociação.

Dentre os artigos que utilizaram teorias para fundamentar suas pesquisas, é possível citar a hipótese de assimetria da informação, predominantemente explicada nos estudos pela teoria de agência e fundamentada em Rock (1986), Ritter (1986), Ljungqvist (2007). Nessa linha, percebe-se que o *underpricing* é visto como um custo gerado pela assimetria informacional das empresas.

Dentro da ideia da assimetria da informação algumas outras perspectivas teóricas foram agregadas pela teoria, como a reputação do *underwriter*, a teoria da sinalização, a teoria da estrutura e tipo de propriedade. As temáticas de assimetria da informação e *underwriter* estão fortemente relacionadas as pesquisas com IPOs. A literatura evidencia que a reputação de agentes externos (*underwriter*) pode reduzir a incerteza intrínseca ao processo anterior a oferta inicial de ações. Ou seja, quanto maior a reputação dos agentes externos, menor será a incerteza.

Outra abordagem teórica com bastante recorrência na literatura analisada é a teoria da sinalização. Por esta abordagem assume-se que as empresas emissoras possuem mais informações de qualidade comparado aos investidores ou bancos de investimentos (Allen & Faulhaber, 1989; Welch, 1989). O artigo de Ibbotson (1975) já salientava que o *underpricing* de IPOs serve para deixar um gosto para que os investidores, nos casos de uma segunda oferta de ações. Por essa lógica, entende-se que as empresas subestimam seu IPO para sinalizar a sua qualidade e assim levantar fundos em uma oferta futura. Ou seja, para comunicar a qualidade da empresa, faz-se necessário reduzir a incerteza, por meio de um desconto sobre o preço das ações, a fim de atrair investidores.

Outra abordagem notoriamente visualizada na literatura remete a de estrutura de propriedade, que segundo Booth e Chua (1996), Filatotchev e Bishop (2002) e Darmadi e Gunawan (2013) quando uma IPO tem uma propriedade mais concentrada a visão do mercado é que existe algum acionista mais interessado na valorização da empresa e que isso pode levar a redução do *underpricing*. Entretanto, quando a perspectiva é que a propriedade é governamental o fenômeno é inverso.

Além das teorias supracitadas, foram identificados na literatura analisada estudos utilizando a Teoria da Dependência de Recursos, como, por exemplo, Silva Rosa, Izan, Lin e Lin (2008) que efetuaram um estudo em empresas australianas e evidenciaram a relação entre *underpricing* e características de governança capturadas pelo tamanho, composição e propriedade do conselho de administração. Conforme os resultados evidenciados pelos autores, o tamanho do conselho é a única variável de governança significativa em explicar o desempenho de longo prazo.

Judge et al. (2015) relatam que os indicadores da agência são preditores insignificantes, pois o conhecimento do conselho de administração limita o *underpricing* e que o conhecimento externo deve ser complementado com o conhecimento interno do conselho. Dessa forma, utilizado a teoria da Visão Baseada em Conhecimento estudos futuros devem considerar como conhecimento interno e externo interagem entre si, de modo a ampliar a compreensão da governança comparativa e da Visão Baseada em Conhecimento da empresa.

Estudos mais recentes partem para uma abordagem mais comportamental para buscar explicar o fenômeno do *underpricing* e suas relações com a estrutura de governança corporativa das empresas. Brito e Gartner (2015) defendem dois aspectos da teoria comportamental, sendo eles: a) que os investidores irracionais inflam o preço das ações após a IPO além do seu real valor; b) que as empresas emissoras, por conta de vieses comportamentais, não seriam capazes de colocar pressão suficiente nos bancos coordenadores no sentido de reduzir o *underpricing* da emissão.

## 5. Conclusão

O processo de abertura de capital de uma empresa é de importância para realização de seus objetivos de longo prazo. A captação de recursos por meio da abertura de capital por ser a forma que incorre nos maiores custos de obtenção deve ser bem planejada e de execução programada. Neste contexto a estruturação da empresa para abertura de capital passa pelo processo de estruturação de sua imagem e da forma como os investidores externos põem olhar para a empresa emissora. Passar a imagem de uma empresa com boas práticas de governança pode ser muitas vezes o que traz um diferencial no sucesso da oferta do capital. O processo de abertura de capital, denominado por IPO, possui como principal métrica de desempenho o valor o *underpricing* no preço da ação. Ou seja, a diferença entre o valor justo da ação e o valor de oferta da ação. Quanto menor for a assimetria informacional entre a empresa e o mercado menor tende a ser esse gap. O comportamento entre os fatores da governança das empresas de induzem ou restringem o *underpricing* pode variar de ambiente institucional, legislação, cultura e conforme a abordagem teórica, pode haver uma interpretação diferenciada. Nesse intuito a pesquisa tem por objetivo identificar e delinear as pesquisas na temática de *underpricing* em IPOs, no âmbito da literatura internacional.

Desta forma, em uma pesquisa sistemática da literatura, esse estudo buscou contribuir para a literatura trazendo as principais pesquisa, principais as abordagens teóricas utilizadas, periódicos que buscam evoluir na discussão da teoria e evolução da prática. No levantamento realizado, foram encontrados em diferentes bases de indexação de periódicos 127 artigos que busca discutir a perspectiva do efeito das práticas de governança na determinação do *underpricing*. Foi possível perceber um número reduzido de pesquisas que esta abordagem, além de ser o tema do efeito da reputação do *underwriter* no *underpring* o evento mais estudado. A estruturação do *board of directors* uma das abordagens menos trabalhada pelas pesquisas. Este artigo contribui para a literatura de *underpricing* de IPO, uma vez que a influência dos mecanismos de governança corporativa nos retornos iniciais é relativamente pouco pesquisada, especialmente no contexto de mercados emergentes.

## Referências

- Agathee, U. S., Sannasee, R. V., & Brooks, C. (2012). The underpricing of IPOs on the stock exchange of Mauritius. *Research in International Business and Finance*, 26(2), 281-303.
- Aggarwal, R. (2000). Stabilization activities by underwriters after initial public offerings. *The Journal of Finance*, 55(3), 1075-1103.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of financial Economics*, 23(2), 303-323.
- Azevedo, A., Guney, Y., & Leng, J. (2018). Initial public offerings in China: Underpricing, statistics and developing literature. *Research in International Business and Finance*, 46, 387-398.

- Baron, D.P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance*, 37(4): 955-976.
- Beatty, R.P., & Ritter, J.R. (1986). Investment Banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2):213-232
- Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 343-361.
- Booth, J. R., & Chua, L. (1996). Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of financial economics*, 41(2), 291-310.
- Brennan, M. J., & Franks, J. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, 45(3), 391-413.
- Brito, B. M. B., & Gartner, I. R. (2015). Initial public offerings underpricing: Empirical evidence from Brazil (2002-2013). *BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 12(3), 168-182
- Carter, R. B., Dark, F. H., & Singh, A. K. (1998). Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks. *The Journal of Finance*, 53(1), 285-311.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- Certo, S. T., Covin, J. G., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Wealth and the effects of founder management among IPO-stage new ventures. *Strategic management journal*, 22(6-7), 641-658.
- Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings. *Entrepreneurship theory and practice*, 26(2), 33-50.
- Corwin, S. A. (2003). The determinants of underpricing for seasoned equity offers. *The Journal of Finance*, 58(5), 2249-2279.
- Daily, C. M., Certo, S. T., Dalton, D. R., & Roengpitya, R. (2003). IPO underpricing: A meta-analysis and research synthesis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(3), 271-295.
- Darmadi, S., & Gunawan, R. (2013). Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms. *Managerial Finance*.
- Engelen, P. J., & Bailey, N. (2013). A Meta-Analytic Review of the Determinants and Consequences of IPO Underpricing. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2013, No. 1, p. 16373). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Filatotchev, I., & Bishop, K. (2002). Board composition, share ownership, and 'underpricing' of UK IPO firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 941-955.
- Hansen, R. S. (2001). Do investment banks compete in IPOs?: The advent of the "7% plus contract". *Journal of Financial Economics*, 59(3), 313-346.
- Huang, Q., & Levich, R. M. (2003). Underpricing of new equity offerings by privatized firms: An international test. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 6(01), 1-30.
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2(3), 235-272.

- Jenkinson, T., Ljungqvist, A., & Ljungqvist, A. P. (2001). *Going public: The theory and evidence on how companies raise equity finance*. Oxford University Press on Demand.
- Johnston, J., & Madura, J. (2009). The pricing of IPOs post-sarbanes-oxley. *Financial Review*, 44(2), 291-310.
- Judge, W. Q., Witt, M. A., Zattoni, A., Talaulicar, T., Chen, J. J., Lewellyn, K., ... & Van Ees, H. (2015). Corporate governance and IPO underpricing in a cross-national sample: A multilevel knowledge-based view. *Strategic Management Journal*, 36(8), 1174-1185.
- Kim, W., & Weisbach, M. S. (2005). Do firms go public to raise capital?. NBER working paper 11197. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w11197>.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Ljungqvist, A. (2004). IPO Underpricing. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. B. Espen Eckbo.
- Ljungqvist, A. (2007). IPO underpricing. *Handbook of empirical corporate finance*, 375-422.
- Logue, D. E. (1973). On the pricing of unseasoned equity issues: 1965–1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8(1), 91-103.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *The Journal of Finance*, 50(1), 23-51.
- McDonald, J. G., & Fisher, A. K. (1972). New-issue stock price behavior. *The Journal of Finance*, 27(1), 97-102.
- Michaely, R., & Shaw, W. H. (1994). The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories. *The Review of Financial Studies*, 7(2), 279-319.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *NBER Working Paper*, (w1393).
- Pasin, R. M., Martelanc, R., Pimenta Júnior, T., & Riolfi, M. (2006). O paradoxo da sobrevalorização dos preços nas aberturas de capital no Brasil. Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Salvador, BA, Brasil.
- Pazarzi, G. (2014). " Critical Review of the Literature Regarding IPO Underpricing". *International Journal of Economic Research*, 11(2).
- Procianoy, J. L., & Cigerza, G. C. (2007). IPOs in emerging markets: a comparison of Brazil, India and China. *India and China (August 2007)*. SSRN Working Paper Series. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=968300>.
- Ritter, J. R. (1984). The " hot issue" market of 1980. *Journal of Business*, 215-240.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal Of Finance*, 46(1), 3-27.
- Ritter, J. R. (1998). Initial public offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5-30.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212.
- ROCK, K. 1986. Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2):187-212

- Rodarte, J. R., & de Camargos, M. A. (2013). Underpricing e Desempenho Acionário em IPOs de Companhias Brasileiras: uma análise pré-crise financeira internacional. *Teoria e Prática em Administração (TPA)*, 3(2), 121-146.
- Rosa, R. D. S., Izan, I., Lin, M. Y., & Lin, S. C. (2008). Board Governance and IPO Performance in the Short-Run and Long-Run. In *Board Governance and IPO Performance in the Short-Run and Long-Run* (pp. 15-34). Virtus Interpress.
- Silva, J. M. A., & Famá, R. (2011). Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. *Revista de Administração*, 46(2), 178-190.
- Stoll, H. R., & Curley, A. J. (1970). Small business and the new issues market for equities. *Journal of financial and quantitative analysis*, 5(3), 309-322.