

IMPACTO DO FINANCIAL DEEPENING NO DESEMPENHO DOS IPOS NO BRASIL

TAINA PICCIANI PASSOS

FUNDACAO GETULIO VARGAS/EBAPE

JOANA GUIMARÃES GOMES

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO (FGV-EAESP)

MARIA EDUARDA RESENDE DE MELO

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO (FGV-EAESP)

RICARDO RATNER ROCHMAN

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO (FGV-EAESP)

IMPACTO DO *FINANCIAL DEEPENING* NO DESEMPENHO DOS IPOS NO BRASIL

1. INTRODUÇÃO

O ano de 2020 foi marcado pela pandemia da COVID-19, que apesar dos seus impactos macroeconômicos e sociais negativos, no que tange o mercado de capitais brasileiro, houve intensa movimentação com 28 IPOs realizados, que fizeram de 2020 uma das janelas de tempo mais movimentada da história, mesmo em meio a um cenário político e fiscal comprometido pela crise.

Enquanto os agregados econômicos declinavam, o mercado de capitais e as companhias recém listadas prosperavam de forma nem mesmo vista nos anos de bonança. Na tentativa de compreender o ganho de representatividade e liquidez do mercado financeiro na conjuntura econômica, o presente estudo se debruça sobre o interesse repentino para listagem das companhias brasileiras com foco no aprofundamento financeiro ou *financial deepening* na explicação do retorno de curto prazo das empresas recém listadas na B3.

Aprofundamento financeiro é um termo usado para se referir ao aumento da oferta de serviços financeiros com uma escolha mais ampla de serviços direcionados a todos os níveis da sociedade.

De modo a contribuir para a literatura brasileira no que diz respeito ao recente ganho de visibilidade do mercado acionário local, fenômeno pouco abordado em outras economias em desenvolvimento tais como o Brasil, o presente estudo se apoia em teorias diversas relacionadas a retornos, liquidez, investidores e volume negociado, entre outros tópicos, que serão convertidas em razões matemáticas, incluídas estas nos modelos elaborados para validação estatística, e o objetivo é determinar se um maior aprofundamento financeiro impacta o retorno de curto prazo de empresas a partir do seu IPO.

Por fim, o estudo se encontra organizado nas seguintes seções: na seção 2 é realizado a revisão de literatura sobre os principais temas abordados; na seção 3 apresentamos a metodologia; na seção 4 discutimos os principais resultados obtidos e, por fim, temos as conclusões do artigo.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. RACIONAL DOS IPOS

A Oferta Pública Inicial, ou, no termo em inglês, *Initial Public Offering (IPO)*, é o processo no qual a companhia passa a ser negociada na bolsa de valores, vendendo uma porcentagem desta sociedade através de ações. Assim, através da emissão e comercialização de parte do seu patrimônio líquido no mercado, a companhia levanta capital, conforme descrito no trabalho de Eller (2012). Bomfim, dos Santos e Pimenta Jr. (2007), descrevem os acionistas como sendo os titulares de direitos de propriedades, ou seja, investidores que, ao comprarem as ações das companhias, passam a ter o direito à posse e tornam-se sócios destas.

Os recursos então captados pela companhia podem ser classificados entre dois tipos: (i) na captação primária, o recurso é injetado no caixa da companhia para ser utilizado de acordo com seu plano estratégico, de modo que novas ações são emitidas no mercado, enquanto (ii) na emissão secundária, o capital levantado é direcionado aos antigos acionistas, ocorrendo a transição de uma quantidade de ações dos antigos para os novos sócios, resultando em uma transformação da estrutura acionária (ASQUITH; MULLINS, 1985).

As principais vantagens e motivações para as companhias realizarem seus IPOs, apresentadas no trabalho de Bomfim, dos Santos e Pimenta Jr. (2007), Pagano, Panetta e Zingales (1998), Ritter e Welch (2002), Campos (2008), dizem respeito ao financiamento de

suas operações, na tentativa de, através do capital levantado, suportar o seu plano estratégico de forma ampla, para além da criação de liquidez futura, possível reestruturação societária e ganho de transparência perante o mercado através da negociação das suas ações.

Zingales (1995) aborda uma teoria formal para as motivações das companhias ao realizarem seus IPOs, à medida em que suscita que os potenciais compradores, ou consolidadores de mercado, conseguem identificar de forma mais fácil os potenciais alvos a serem adquiridos quando estes possuem capital aberto, e ainda diz que os acionistas que possuem interesse na venda de suas companhias vão a mercado, pois há a possibilidade de conseguirem maior valorização na venda de suas companhias.

Além de fonte de financiamento, geração de liquidez, reestruturação acionária e de capital, a realização do IPO pela companhia também desempenha um papel importante no que tange à visibilidade, fortalecimento da cultura organizacional, desenvolvimento da profissionalização e tecnologia da empresa. Entretanto, é válido ressaltar que, tanto na conclusão do trabalho de Bomfim, dos Santos e Pimenta Jr. (2007) quanto na de Ritter e Welch (2002), as evidências mostram que a maior parte das companhias não realizaram a abertura do seu capital por motivos relacionados a melhoria da imagem institucional ou ganho de visibilidade, mas sim pelo maior acesso ao capital, bem como, para geração de liquidez.

Bomfim, dos Santos e Pimenta Jr. (2007) ainda pontuam que o aumento do volume negociado, que por conseguinte gera maior liquidez, afeta positivamente os preços das ações e promove, assim, uma redução no custo de capital para a empresa. O melhor detalhamento de informações e transparência das operações facilita as transações financeiras para as companhias de capital aberto, de forma a beneficiá-las quando necessitam recorrer a endividamento bancário, considerando o custo financeiro inferior ao de companhias fechadas.

No estudo de Pagano, Panetta e Zingales (1998), bem como, no trabalho de Ritter e Welch (2002), há também percepções acerca das companhias privadas e seus sentimentos em relação ao IPO, ainda na busca de compreender as principais motivações para a realização da abertura de capital. Eles concluíram que companhias de grande porte, assim como companhias em indústrias com alto índice de *market-to-book value*, são mais suscetíveis a abrirem seu capital, mais uma vez reiterando a normativa que o IPO sucede os altos investimentos feitos nas companhias e não a relação inversa.

A transição rumo ao mercado também traz algumas desvantagens. No trabalho de Bomfim, dos Santos e Pimenta Jr. (2007), os principais pontos negativos descritos estão relacionados aos custos incorridos com o processo no que tange: à remuneração dos *underwriters*, ou bancos de investimento assessores; às taxas obrigatórias pagas aos órgãos reguladores, CVM e B3 e às despesas devidas para a manutenção da abertura de capital, tais como gastos com auditoria externa, divisão de relacionamento com investidores e manutenção das taxas da Bolsa.

2.2. FINANCIAL DEEPENING

O *financial deepening*, ou aprofundamento financeiro, e sua relação com o cenário econômico foi tratado por King e Levine (1993), quando os autores, ao analisarem os dados de 80 países entre 1960 e 1989, buscaram compreender quais são os efeitos do maior aprofundamento do sistema financeiro na economia. Para eles, a explicação de *financial deepening* se dá pelo nível de expansão do sistema financeiro na economia de um país, isto é, qual o tamanho deste sistema em relação à economia total.

A mensuração deste, segundo a tese, pode ocorrer através de três principais medidas, entre as quais: (i) o índice de passivos líquidos sobre o PIB; (ii) a importância dada aos bancos comerciais em relação à importância do banco central no que diz respeito à alocação do crédito doméstico (uma vez que os bancos comerciais oferecerem melhor gestão de risco e serviços de investimento) e, por fim, (iii) como o sistema financeiro de um país aloca seus ativos,

utilizando-se de outras duas principais medidas: (a) crédito concedido às companhias privadas e não financeiras dividido pelo crédito concedido total (excluindo o crédito aos bancos) e (b) o crédito concedido às companhias privadas e não financeiras, dividido pelo PIB, inferindo que sistemas financeiros que subsidiam companhias privadas possuem maior aprofundamento do que aqueles que priorizam créditos ao governo ou às companhias públicas.

Os autores então concluíram que há uma relação positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro, crescimento real, aumento da taxa de acúmulo de capital físico e melhoria da eficiência geral da economia, no que tange à melhor alocação de capital, resultado das evidências coletadas a partir das variáveis adotadas no estudo.

Okeya e Dare (2020), por outro lado, descrevem em seu trabalho que o *financial deepening* ocorre quando as condições, custos, riscos e quantidade aliados às opções disponíveis para o potencial indivíduo ou instituição, que busca captar dívidas e empréstimos, se tornam favoráveis.

Rousseau e Watchel (2009) também discorrem sobre a máxima. Os autores mostraram que há efeitos positivos do aprofundamento financeiro no crescimento econômico, caso não seja realizado em excesso, considerando a linha tênue entre o *financial deepening* resultado da expansão de atividades financeiras intermediárias e o *financial deepening* consequência de um *boom* de crédito e, portanto, prejudicial. Tendo em vista possíveis crises, instabilidade financeira ou má qualidade dos produtos de crédito oferecidos acarretados, uma vez que há uma crise gerada, segundo o que dizem os autores, os efeitos positivos do *financial deepening* na economia desapareceriam.

Rousseau e Watchel (2009), analisaram a correlação do aprofundamento financeiro e o crescimento econômico de 84 países entre 1960 e 2004. Desta forma, os autores puderam concluir que os resultados da subamostra, 1960 a 1989, foram similares aos descobertos por King e Levine (1993), provando a forte correlação entre o *financial deepening* e o crescimento econômico. Entretanto, a relação positiva não é mantida para a subamostra de 1990 a 2004, uma vez que houve um aumento relevante na incidência de crises financeiras e bancárias entre os países analisados, que, na maioria das vezes, se devem a excessos do aprofundamento, resultando, assim, no desaparecimento dos efeitos do *financial deepening*, mesma teoria apontada no parágrafo anterior.

Migrando o foco para trabalhos que abordam a temática de forma mais específica quanto ao mercado de ações e de capitais, podemos citar algumas das principais referências como sendo Arestis, Demetriades e Luintel (2001), Rahman e Mustafa (2017), Omole (1999), Ngugi, Amanja e Maana (2006), Okoli (2012) e Okeya e Dare (2020).

Rahman e Mustafa (2017) analisaram uma amostra de 19 países desenvolvidos e 21 países em desenvolvimento, entre os anos de 1988 e 2014, na tentativa de compreender quais eram os efeitos do *financial deepening* no retorno do mercado de ações. Os autores identificaram que o aprofundamento financeiro poderia ser uma das estratégias implementadas para aumentar a velocidade do desenvolvimento dos mercados, uma vez que o fenômeno destacado possui uma maior preocupação com o processo de intermediação financeira, de forma a ajudar o processo de transmissão de fundos dos agentes superavitários para agentes deficitários, o que resulta em uma maior eficiência da movimentação e alocação de capital no mercado financeiro e no desenvolvimento do mercado de ações. Utilizaram-se, portanto, de duas variáveis para inferir os efeitos do *financial deepening* no mercado de ações: (i) razão do valor das ações negociadas sobre *market capitalization*, na busca de mensurar a velocidade de negociação das ações, isto é, com qual frequência as ações mudam de dono e (ii) razão do valor negociado de ações sobre o PIB, que visa mensurar a liquidez do mercado de ações.

As duas taxas mencionadas compõem duas das quatro medidas de *financial deepening* testadas em nosso modelo estatístico, apenas modificando o PIB pelo IBC-Br dado o melhor ajuste sazonal do último. Para o valor das ações negociadas e o *market capitalization*, utilizamos

as informações de volume médio diário negociado e valor total das ações referentes ao índice IBOVESPA, como *proxy* de representatividade para o mercado de ações líquido brasileiro. Maiores detalhes sobre a coleta dos dados serão providos na seção de metodologia. Os autores, por fim, concluíram que o *financial deepening* possui uma relação direta com o mercado de ações, ou seja, o volume e liquidez das ações negociadas exerceram efeitos positivos nos retornos do mercado de ações, tanto nas economias desenvolvidas, quanto nas em desenvolvimento, embora o efeito seja menor. Okoli (2012) traz em seu ensaio resultados similares.

Rahman e Mustafa (2017), ainda mais longe, evidenciaram que o efeito do volume negociado é maior do que o efeito de liquidez no mercado e adicionaram que esforços adicionais, em prol de uma maior abertura e expansão do mercado financeiro, são essenciais para a melhora do retorno do mercado de ações, ao se utilizar do *financial deepening*. Tanto o trabalho de Omole (1999), quanto o de Okeya e Dare (2020), analisaram a relação entre variáveis de mercado e variáveis macroeconômicas que pudessem materializar o aprofundamento financeiro e seus efeitos no mercado de ações da Nigéria.

3. METODOLOGIA

Para a elaboração da base de dados na qual a análise se respalda, foram inicialmente selecionadas todas as ofertas iniciais de ações e *units* realizadas na B3 entre os anos de 2007 e 2020. Deste grupo, foram retirados alguns ativos, seguindo os critérios de exclusão descritos a seguir: (i) empresas que possam ter produzido um grande número de eventos capazes de distorcer o valor de suas ações, como cisões e incorporações, (ii) empresas cujas ações tenham sido listadas através de BDRs (*Brazilian Depositary Receipt*), sejam elas estrangeiras ou que tenham sede fora do Brasil, (iii) empresas cujas informações referentes à oferta não estavam disponíveis publicamente e (iv) empresas cujo retorno utilizado na medição estatística do modelo impossibilitava resultados factíveis de causalidade entre as demais variáveis, por ser demasiadamente positivo ou negativo. Das 158 empresas totais contidas no período, permanecemos ao final dos cortes com 124.

Os dados relativos aos valores determinados no apreçamento das ofertas, e subsequentes fechamentos diários desde o lançamento, foram coletados pela Economática. Tais preços, em valores nominais ajustados para bonificações, dividendos, desdobramentos e demais formas de proventos, foram extraídos utilizando-se de apenas um código por empresa, o de maior liquidez, para aquelas que operam com mais de um *ticker*. As demais variáveis relativas às ofertas, tais como volume captado, classificação, setor, investidores participantes, presença de estrangeiros e banco coordenador foram coletadas via página na internet da B3.

No que diz respeito à coleta das variáveis e mensuração do *financial deepening*, movimento exógeno que explicaremos através da regressão proposta, adotamos como *proxies* as razões encontradas na literatura: (i) M1 (base monetária) pelo IBC-Br, (ii) ADTV (*average daily trading volume* ou volume médio diário de negociação) pelo IBC-Br, (iii) *market capitalization* (valor de mercado) pelo IBC-Br e (iv) ADTV por *market capitalization*. Assim, para cada oferta considerada dentro da janela analisada, foram calculados esses quatro indicadores de aprofundamento financeiro, de acordo com a data de apreçamento. Maiores informações referentes aos indicadores utilizados serão descritas a seguir. Os dados coletados fazem referência às informações contidas no site da B3 e do Banco Central.

Para investigar a influência do movimento de aprofundamento financeiro no retorno excedente das ofertas públicas iniciais brasileiras de 2007 a 2020 após 66 dias úteis do início das negociações, foram realizadas 48 regressões partindo da equação do modelo base a seguir:

$$ARt = \beta_0 + \beta_1 \text{Ativos} + \beta_2 \text{Investidores} + \beta_3 \text{Estrangeiros} + \beta_4 \text{Total} + \beta_5 \text{Primária} + \beta_6 \text{Coordenador} + \beta_7 \text{RazãoFinanc} + \varepsilon_i \quad (1)$$

A partir da equação (1) foram desenvolvidas 12 variantes. A seguir temos a descrição das variáveis do modelo. Com exceção da variável AR_t , das dummies e das razões que representam o *financial deepening*, as demais foram utilizadas em suas versões logarítmicas.

AR_t : desempenho excedente, representa a diferença entre o retorno do ativo na data do evento e a variação de um índice de mercado no mesmo período, de acordo com a definição proposta por Ritter (1991). Em linha com o índice representativo utilizado nas demais variáveis, também se utiliza o IBOVESPA para fins comparativos. O AR é definido como:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (2)$$

Onde:

AR_{it} : retorno excedente da ação i no tempo t ;

R_{it} : retorno observado da ação i no tempo t ; e

R_{mt} : retorno da carteira de mercado utilizada como *benchmark*.

Nesse sentido, optamos pela variável dependente o retorno das ofertas 3 meses após o IPO, o mesmo que 66 dias úteis.

Os trabalhos de Loughran e Ritter (1995) e Ritter e Welch (2002) mostraram que há um conjunto de evidências que explicam o alto retorno de primeiro dia, em geral abaixo do esperado, na tentativa de tracionar os lançamentos das ofertas. Por isso, optamos por não seguir com o retorno de primeiro dia como variável resposta. Eles ainda mostraram que, a partir de 6 meses após a oferta, as ações passam a ser negociadas a preços mais baixos, gerando retornos abaixo do esperado. Logo, escolher períodos de retorno acima de 6 meses não atenderia a pergunta de pesquisa, uma vez que também são observadas distorções no médio prazo. Assim, no intuito de escolher um período que representasse o curto prazo e relacionado com as Ofertas Iniciais Públicas, bem como, apresentasse maior estabilização dos preços, excluindo os efeitos do *IPO puzzle*, optamos pelo retorno de 66 dias úteis.

M1/IBC-Br (RAZÃO 1 de financial deepening): razão entre a base monetária M1, que representa a soma de moeda em poder do público mais depósitos à vista no sistema financeiro, isto é, busca representar a liquidez da circulação da moeda entre a população, sobre o IBC-Br, aproximação utilizada para o PIB, dado o seu melhor ajuste sazonal. Esta variável representa a liquidez do sistema financeiro em relação à produtividade do país.

ADTV/IBC-Br (RAZÃO 2 de financial deepening): razão entre o ADTV, no inglês *average daily trading volume*, ou volume médio diário de negociação, medida do volume negociado da Bolsa de Valores Brasileira (B3), pelo IBC-Br. Através desta razão, é possível observar o grau de liquidez do mercado acionário na economia brasileira, conforme apresentado no trabalho de Rahman e Mustafa (2017).

Market capitalization/IBC-Br (RAZÃO 3 de financial deepening): razão entre o *market capitalization*, em inglês, ou valor das ações do índice IBOVESPA, como estimativa para o valor de mercado total das ações listadas em cada período, calculado através do produto entre a quantidade e o preço das ações das companhias que o compõem, pelo IBC-Br. Através desta razão, identificamos o peso do mercado acionário, ou, do valor das principais companhias abertas em relação à produção total do país, mensurando a grandeza deste mercado quando comparado à economia real, como discutido por Omole (1999).

ADTV/market capitalization (RAZÃO 4 de financial deepening): por esta razão, é possível medir a velocidade do volume negociado em relação ao valor do mercado acionário brasileiro, utilizando da soma do valor das ações das companhias contempladas pelo índice IBOVESPA, mostrando com que frequência as ações trocam de mãos dentro do mercado. Esta variável foi descrita no trabalho de Rahman e Mustafa (2017).

Tamanho (ATIVO): valor total dos ativos da companhia, segundo as demonstrações financeiras trimestrais que precedem o lançamento de ações. Bomfim, Santos e Pimenta Jr. (2007) encontraram valor negativo para o coeficiente dessa variável.

Investidores Totais (INVESTIDORES): quantidade de investidores alocados no montante ofertado ao mercado, considerando tanto institucionais como varejistas. A variável foi preconizada no estudo de Ferrari e Minardi (2011) e Eller (2012).

Investidores Estrangeiros (ESTRANGEIROS): participação de investidores de nacionalidade que não brasileira, ou que tenham sede em outros países, sobre o total de investidores - institucionais ou não - alocados na oferta. A variável também é abordada nos trabalhos de Durukan (2002) e Neupane, Neupane, Paudyal e Thapa (2016).

Oferta Total (TOTAL): volume total captado pela empresa no momento do lançamento das ações, engloba tanto o volume da emissão primária quanto o da secundária. Segundo Kaplan e Schoar (2005), as empresas que tiveram acesso a um maior volume de recursos podem selecionar de maneira mais apropriada seus investimentos e, portanto, espera-se que essa variável influencie positivamente seus retornos. A variável também foi analisada nos trabalhos de Carter e Manaster (1990) e Carter e Singh (1998).

Oferta Primária (PRIMÁRIA): proporção da oferta primária no montante da oferta total. Embora a princípio pareça positivo, considerando a possibilidade de investimentos mais robustos em prol do crescimento da companhia, segundo Tavares e Minardi (2009) e Eller (2012), o coeficiente da variável é negativo, tendo em vista a possível canalização dos recursos para a liquidação de dívidas e não para investimentos de expansão das operações, como previsto inicialmente.

Underwriter (COORDENADOR): variável qualitativa que busca controlar a influência do agente subscritor da oferta, e que segundo Megginson e Weiss (1991), Carter, Dark e Singh (1998) e Eller (2012), pode ser usada como aproximação para qualidade e influência. Com isso, espera-se que o coeficiente tenha sinal negativo, considerando que quanto mais influente o coordenador, mais eficiente ele será na redução da quantia não embolsada pela emissora. Na análise da amostra, verificou-se que apenas 6 bancos líderes foram responsáveis por mais de 84% das emissões, ou, 8 ofertas mínimas para cada em números absolutos. Assim, para representar o prestígio do coordenador, foi utilizado 1 para tais instituições e 0 para os demais.

A tabela a seguir consolida os sinais esperados para os coeficientes:

Tabela 1 – Sinais esperados para as variáveis independentes contidas na regressão

Variável	Sinal Esperado	Referência Bibliográfica
M1/IBC	+	Omole (1999)
ADTV/IBC	+	Rahman e Mustafa (2017)
Market Cap/IBC	+	Omole (1999)
ADTV/Market Cap	+	Rahman e Mustafa (2017)
Ativos	-	Bomfim, Santos e Pimenta Jr. (2007)
Investidores	+	Eller (2012)
Estrangeiros	+	Durukan (2002); Neupane, Neupane, Paudyal e Thapa (2016)
Oferta Total	-	Carter e Manaster (1990); Carter e Singh (1998)
Oferta Primária	-	Eller (2012)
Coordenador	+	Eller (2012)

Fonte: Elaboração própria

4. RESULTADOS

As tabelas a seguir apresentam as estatísticas descritivas referentes às variáveis de controle e às variáveis independentes testadas.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis de controle

	Ativos (R\$ mm)	Investidores (#)	Estrangeiros (%)	Volume Total (R\$ mm)	Volume Primária (R\$ mm)
Média	6,331	12,651	59.8%	1,403	805
Mediana	1,069	5663	64.6%	661	445
Desvio Padrão	31,419	27,924	21.6%	2,167	1,541
Máximo	334,755	260,946	98.0%	13,182	13,182
Mínimo	5	8	1.6%	21	0
Observações	124	124	124	124	124

Fonte: B3 e CVM. Cálculos realizados pelos autores.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis independentes

	MI/IBC (x)	ADTV/IBC (x)	Market Cap (x)	ADTV/Maket Cap (x)
Média	1,988	70	685	0.1
Mediana	1,718	47	612	0.1
Desvio Padrão	0,856	63	224	0.0
Máximo	4,440	357	1,359	0.3
Mínimo	1,303	22	453	0.0
Observações	124	124	124	124

Fonte: B3 e CVM. Cálculos realizados pelos autores.

Para analisar se há evidências que mostrem que as variáveis de *financial deepening*, testadas por meio das 4 razões (*proxies*) descritas na Metodologia, explicam os retornos das Ofertas Públicas Iniciais após 66 dias do lançamento, realizamos 48 regressões (12 para cada *proxy* de *financial deepening*) de acordo com variações do modelo base descrito pela Equação 1. Os modelos foram testados usando a linguagem R no ambiente RStudio.

As matrizes de correlação entre as variáveis mostraram que nenhuma das variáveis possuía alta correlação entre si, evitando, portanto, o problema de multicolinearidade, que também pode ser verificado pelos testes VIF apresentados na tabela a seguir, que comprovam não haver este problema na amostra.

Tabela 4 – Teste VIF razões *financial deepening*

Teste VIF	Ativos	Investidor	Estrangeiros	Total	Primária	Coordenador	Razão
Razão 1	1.598	1.587	1.943	2.385	1.080	1.079	2.253
Razão 2	1.640	1.465	1.571	2.291	1.090	1.082	1.762
Razão 3	1.607	1.520	1.659	2.265	1.109	1.079	1.902
Razão 4	1.652	1.437	1.358	2.155	1.081	1.086	1.466

Fonte: Elaboração própria.

Desta forma, os 12 modelos utilizados nas regressões, que foram abordados para cada uma das 4 razões, são: (i) modelo base, conforme a Equação 1; (ii) modelo base sem a variável Coordenador; (iii) modelo base sem a variável Ativo; (iv) modelo base sem as variáveis Ativo e Coordenador; (v) modelo base retirando as variáveis Primária e Estrangeiros; (vi) modelo base retirando as variáveis Primária e Investidores; (vii) modelo base retirando as variáveis Total e Estrangeiros; (viii) modelo base retirando as variáveis Total e Investidores; (ix) modelo base mantendo apenas a melhor combinação entre Investidores, Estrangeiros, Primária e Total, retirando também a variável Coordenador. Os modelos (x) e (xi) apresentam a mesma modificação do modelo (ix), embora retiremos a variável Ativos no lugar da variável Coordenador para o modelo (x) e retiramos ambas as variáveis, Coordenador e Ativos, para o modelo (xi). Assim, o último modelo testado para cada uma das 4 razões, modelo (xii), é uma

regressão linear apenas com a variável dependente e uma variável independente, sendo esta a razão *financial deepening* correspondente.

Os modelos foram testados com o estimador de Newey-West, nas tabelas de resultados a seguir, para cada variável e modelo o número de cima é o valor do coeficiente, e o número logo abaixo é o p-valor correspondente.

Tabela 5 – Resultados da regressão – Razão 1 (M1/IBC-Br)

	Mod 1	Mod 2	Mod 3	Mod 4	Mod 5	Mod 6	Mod 7	Mod 8	Mod 9	Mod 10	Mod 11	Mod 12
Intercepto	(0,9265) 0,0640*	(0,9292) 0,0621*	(0,9323) 0,0614*	(0,9351) 0,0596*	(0,4018) 0,2628	(0,3459) 0,3270	(1,2775) 0,0066***	(1,0984) 0,0172**	(1,2771) 0,0064***	(1,3101) 0,0052***	(1,3098) 0,0050***	(0,7002) 0,0368**
Razão 1	0,1642 0,0117**	0,1639 0,0115**	0,1652 0,0109**	0,1650 0,0107**	0,0916 0,0570*	0,0903 0,0438**	0,1967 0,0017***	0,1600 0,0059***	0,1965 0,0016***	0,2003 0,0014***	0,2001 0,0013***	0,0918 0,0392**
Ativos	(0,0053) 0,6537	(0,0053) 0,6499			(0,0097) 0,4048	(0,0075) 0,4822	(0,0101) 0,3883	(0,0193) 0,05449*	(0,0100) 0,3871			
Investidores	(0,0237) 0,0671*	(0,0234) 0,0682*	(0,0244) 0,0566*	(0,0242) 0,0576*	(0,0243) 0,0577*	(0,0270) 0,0184**						
Estrangeiros	0,1638 0,0974*	0,1596 0,1016	0,1678 0,0871*	0,1636 0,0910*			0,1814 0,06646*	0,1335 0,1573	0,1797 0,0653*	0,1898 0,05351*	0,1882 0,05216*	
Oferta Total	(0,0159) 0,5157	(0,0170) 0,4816	(0,0206) 0,3522	(0,0217) 0,3183	(0,0035) 0,8787		(0,0367) 0,0930*		(0,0371) 0,0858**	(0,0472) 0,0099***	(0,0475) 0,0084***	
Oferta Primária	(0,0105) 0,2214	(0,0103) 0,2285	(0,0113) 0,1802	(0,0110) 0,1861		(0,0099) 0,2486		(0,0078) 0,3702				
Coordenador	(0,0132) 0,7535		(0,0134) 0,7490		0,0003 0,9951	(0,0045) 0,9115	(0,0053) 0,9002	(0,0180) 0,6702		(0,0049) 0,9080		
P-valor	0,0155	0,0083	0,0087	0,0042	0,0209	0,0122	0,0230	0,0516	0,0109	0,0150	0,0062	0,0392
Estatística-F	2,6070	3,0490	3,0290	3,6410	2,7740	3,0690	2,7220	2,2730	3,4260	3,2210	4,3260	4,3450
R ²	0,1359	0,1352	0,1344	0,1337	0,1052	0,1151	0,1034	0,0879	0,1033	0,0977	0,0976	0,0344
SE	0,1685	0,1679	0,1680	0,1673	0,1701	0,1691	0,1702	0,1717	0,1695	0,1700	0,1693	0,1737
Obs.	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124

Fonte: Economática, B3 e CVM. Elaborado pelos autores.

Nota: A primeira linha da tabela apresenta os coeficientes das regressões e a segunda a estatística p-valor.

*** indica significância a 1%, ** indica significância a 5% e * indica significância a 10%

Analisando os resultados das regressões com a Razão 1, podemos notar que a variável tem significância estatística de pelo menos 10% em todos os 12 modelos testados. Os resultados apresentados nos levam a inferir que a variável base monetária M1 sobre IBC-Br possui relação positiva com o retorno de curto prazo das ações, podendo proceder em um maior incentivo para as companhias realizarem suas aberturas de capital, e conseqüentemente, no aumento do número de ofertas, como descrito nos trabalhos de Ritter (1991), Loughran e Ritter (1995), Loughran, Ritter e Rydqvist (1994), Pagano, Panetta e Zingales (1998), em que os autores inferem, que o retorno das ações seria um fator determinante para tomada de decisão das empresas em relação à abertura de capital.

Também é possível observar que as variáveis de controle utilizadas não trazem, em sua grande maioria, valores-p significativos, descartando evidências de influência na variável resposta, principalmente no que tange às variáveis Ativos, Oferta Primária e Coordenador, que não apresentaram significância em nenhum dos 12 modelos testados. Estas mesmas variáveis também não apresentam coeficientes significativos, entretanto, as variáveis Ativos e Oferta

Primária atendem ao sinal esperado negativo, enquanto a variável Coordenador não supre a expectativa de um coeficiente positivo.

Já a variável Investidores exerce grande importância para o conjunto de modelos testados, além da Razão 1, mostrando evidências estatísticas de influência sobre o retorno de curto prazo, com um nível de significância de pelo menos 10%, em todos os modelos nos quais está inserida. Porém, não atende ao sinal positivo esperado conforme a literatura.

Assim, podemos concluir que a variável Razão 1 fornece evidências quanto à influência sobre os retornos excedentes de curto prazo, bem como, apresenta coeficientes positivos e em valores significantes, evidenciando a tendência de que, uma maior quantidade de papel moeda na economia e uma maior quantidade de contas depositárias, ambas englobadas na base monetária M1, sugerem uma maior rentabilidade entre os papéis recém estreados na Bolsa. Temos ainda, como melhor modelo explicativo, o modelo xi, em que todas as variáveis inseridas, sendo estas Razão 1, Estrangeiros e Oferta Total, apresentam interferência sobre a variável resposta, com um nível de significância de pelo menos 10%. Comparando os resultados encontrados na literatura com os resultados da tabela anterior, divergimos em relação ao sinal do coeficiente da variável analisada (Razão 1), que pode ser explicado, ainda da hipótese levantada de liquidez da moeda, mas no sentido inverso.

Uma maior oferta de moeda na economia brasileira, em oposição, poderia incitar o consumo pelos indivíduos em posse destes recursos, refletido no aquecimento econômico, como discutido por Omole (1999). Entretanto, no presente estudo, os resultados apresentam efeitos positivos para o mercado de ações, partindo do princípio do nível de inflação controlada, relação também abordada nos trabalhos de Pástor e Veronesi (2005), Saito e Maciel (2006), Bomfim, dos Santos e Pimenta Jr. (2007) e Eller (2012) que reforçam que o fortalecimento do cenário macroeconômico interfere diretamente na motivação das companhias em abrir ou não seu capital.

Adicionalmente, através da análise dos coeficientes e da significância estatística das variáveis Estrangeiros e Investidores, poderíamos inferir que este aquecimento econômico poderia ademais atrair maior volume de investidores estrangeiros e institucionais, ressaltando as premissas redigidas na literatura dentro do mercado de capitais brasileiro, de que um bom ciclo econômico atrelado ao suporte destes investidores ainda são fatores importante para o sucesso das ofertas públicas iniciais.

Tabela 6 – Resultados da regressão – Razão 2 (ADTV/IBC-Br)

	Mod 1	Mod 2	Mod 3	Mod 4	Mod 5	Mod 6	Mod 7	Mod 8	Mod 9	Mod 10	Mod 11	Mod 12
Intercepto	0,2204 0,2096	0,2154 0,2150	0,2144 0,2190	0,2094 0,2247	0,2037 0,1591	0,2587 0,0798*	0,0471 0,7770	0,0441 0,7910	0,2538 0,0747*	0,2546 0,0824*	0,2484 0,0782*	(0,0782) 0,4490
Razão 2	0,0224 0,4983	0,0229 0,4872	0,0247 0,4489	0,0251 0,4381	0,0143 0,5971	0,0199 0,4278	0,0325 0,3280	0,0237 0,4360	0,0202 0,4188	0,0191 0,4440	0,0193 0,4346	0,0171 0,5030
Ativos	(0,0051) 0,6805	(0,0051) 0,6791			(0,0085) 0,4741	(0,0037) 0,7310	(0,0106) 0,3880	(0,0150) 0,1410	(0,0038) 0,7195			
Investidores	(0,0327) 0,0109**	(0,0325) 0,0109**	(0,0333) 0,0089***	(0,0330) 0,0089***	(0,0306) 0,0157**	(0,0306) 0,0077***			(0,0307) 0,0074***	(0,0322) 0,0024***	(0,0323) 0,0022***	
Estrangeiros	0,0293 0,7463	0,0270 0,7638	0,0355 0,6899	0,0332 0,70671			0,0219 0,8120	0,0037 0,9670				
Oferta Total	0,0065 0,7907	0,0055 0,8197	0,0016 0,9390	0,0006 0,9767	0,0078 0,7415		(0,0189) 0,4100					
Oferta Primária	(0,0104) 0,2394	(0,0102) 0,2438	(0,0112) 0,1957	(0,0110) 0,1994		(0,0101) 0,2497		(0,0068) 0,4500	(0,0100) 0,2504	(0,0108) 0,2026	(0,0107) 0,2030	
Coordenador	(0,0104) 0,8100		(0,0104) 0,8090		(0,0051) 0,9041	(0,0055) 0,8947	0,0004 0,9930	(0,0083) 0,8490		(0,0068) 0,8684		
P-valor	0,1274	0,0808	0,0842	0,0489	0,0788	0,0492	0,5496	0,5657	0,0250	0,0261	0,0114	0,5025
Estatística-F	1,6530	1,9350	1,9140	2,3030	2,0340	2,3010	0,8031	0,7804	2,8950	2,8670	3,8450	0,4523
R ²	0,0907	0,0903	0,0894	0,0889	0,0794	0,0888	0,0329	0,0320	0,0887	0,0879	0,0877	0,0037
SE	0,1729	0,1722	0,1723	0,1716	0,1725	0,1716	0,1768	0,1769	0,1709	0,1710	0,1703	0,1765
Obs.	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124

Fonte: Economática, B3 e CVM. Elaborado pelos autores.

Nota: A primeira linha da tabela apresenta os coeficientes das regressões e a segunda a estatística p-valor.

*** indica significância a 1%, ** indica significância a 5% e * indica significância a 10%

Por outro lado, ao analisar os resultados das regressões com a Razão 2, podemos notar que a variável não é relevante em nenhum dos 12 modelos testados. Os resultados apresentados, portanto, nos levam a inferir que a variável volume médio diário de negociações, ou ADTV, sobre o IBC-Br, não apresenta evidências que nos levam a crer que o movimento de aprofundamento financeiro possa interferir no retorno de 66 dias após a abertura de capital das companhias. Resumidamente, os 12 modelos os quais consideraram a Razão 2 como variável explicativa, não apresentaram valores-p abaixo de 10%, nível mínimo de significância adotado, fazendo com que rejeitássemos a hipótese alternativa e adotássemos como verdade a hipótese nula, de modo a assumir que, para o retorno excedente de curto prazo, ela é insuficientemente explicativa e, portanto, menos ajustada quando comparada ao modelo formado somente pelo intercepto.

Da mesma forma, as demais variáveis controles utilizadas não trazem, em sua maioria, valores-p significativos, que com a exceção da variável Investidores, não obtiveram resultados expressivos em nenhum dos 12 modelos feitos, embora em partes atendam ao sinal dos coeficientes esperados, negativo para Ativos e Oferta Primária.

Ao contrário dos resultados apresentados por Rahman e Mustafa (2017), defensores das métricas de liquidez como prenúncio do retorno das ações em países desenvolvidos e em desenvolvimento, a variável utilizada na janela brasileira em questão, não é significativa, embora apresente coeficiente positivo, ainda que não expressivo.

Assim sendo, de acordo com a análise dos coeficientes e da significância estatística da variável Investidores, podemos suscitar a hipótese de que, apesar do aumento no volume diário

movimentado no mercado organizado de ações, o incremento paralelo no número de investidores relutantes em abrir mão do controle de suas economias por longos períodos, e portanto, inconformados com as noções de retorno de longo prazo entre as companhias, cria uma liquidez indesejada, a ponto de negligenciar o acompanhamento escrupuloso dos desempenhos das companhias, o que pode vir a calhar em más performances.

Tabela 7 – Resultados da regressão – Razão 3 (*Market capitalization/IBC-Br*)

	Mod 1	Mod 2	Mod 3	Mod 4	Mod 5	Mod 6	Mod 7	Mod 8	Mod 9	Mod 10	Mod 11	Mod 12
Intercepto	(0,4679) 0,3480	(0,4718) 0,3418	(0,4819) 0,3309	(0,4860) 0,3246	(0,1908) 0,6233	(0,7654) 0,1110	(0,1971) 0,6031	(0,7027) 0,1378	(0,2030) 0,5883	(0,1776) 0,6365	(0,1850) 0,6192	(0,5186) 0,1580
Razão 3	0,1214 0,1119	0,1214 0,1105	0,1239 0,1023	0,1240 0,1009	0,0715 0,2375	0,1472 0,0471**	0,0831 0,1440	0,1289 0,0665*	0,0834 0,1406	0,0784 0,1608	0,0787 0,1576	0,0785 0,1660
Ativos	(0,0048) 0,6890	(0,0049) 0,6857			(0,0090) 0,4404	(0,0106) 0,3741	(0,0054) 0,6137	(0,0166) 0,0995*	(0,0055) 0,6020			
Investidores	(0,0290) 0,0246**	(0,0880) 0,0248**	(0,0296) 0,0205**	(0,0294) 0,0207**	0,0277 0,0306**		(0,0289) 0,0119**		(0,0289) 0,0115**	(0,0312) 0,0031***	(0,0313) 0,0028***	
Estrangeiros	0,0831 0,3687	0,0795 0,3831	0,0876 0,3382	0,0834 0,35180		0,0814 0,3822		0,0616 0,4945				
Oferta Total	(0,0028) 0,9067	(0,0039) 0,8715	(0,0072) 0,7374	(0,0083) 0,6947	0,0027 0,9066	(0,0256) 0,2459						
Oferta Primária	(0,0121) 0,1711	(0,0119) 0,1755	(0,0129) 0,1372	(0,0126) 0,1408			(0,0111) 0,2032	(0,0090) 0,3143	(0,0110) 0,2036	(0,0121) 0,1543	(0,0120) 0,1547	
Coordenador	(0,0120) 0,7783		(0,0122) 0,7743		(0,0028) 0,9463	(0,0020) 0,9637	(0,0056) 0,8925	(0,0132) 0,7586		(0,0075) 0,8551		
P-valor	0,0632	0,0376	0,0388	0,0211	0,0511	0,2182	0,0269	0,2444	0,0130	0,0144	0,0060	0,1658
Estatística-F	1,9820	2,3180	2,3030	2,7680	2,2790	1,4310	2,6350	0,0545	3,3160	3,2500	4,3570	1,9440
R ²	0,1068	0,1062	0,1056	0,1050	0,0881	0,0572	0,1004	0,0545	0,1003	0,0985	0,0982	0,0157
SE	0,1714	0,1707	0,1707	0,1701	0,1717	0,1746	0,1705	0,1748	0,1698	0,1700	0,1693	0,1754
Obs.	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124

Fonte: Economática, B3 e CVM. Elaborado pelos autores.

Nota: A primeira linha da tabela apresenta os coeficientes das regressões e a segunda a estatística p-valor.

*** indica significância a 1%, ** indica significância a 5% e * indica significância a 10%

Analisando as regressões com a Razão 3, apenas 2 dos 12 modelos testados, sendo este o vi e o viii, apresentaram resultados com significância a um nível de 10% ou inferior. Os valores de R-quadrado também foram aquém do esperado, sendo o valor máximo de 10,7%, mostrando mais uma vez que a variável de *financial deepening*, conjuntamente às variáveis de controle empregadas, não trazem altos níveis de explicação aos retornos excedentes de curto prazo, para as companhias recém listadas no mercado acionário brasileiro.

Novamente destaca-se a variável Investidores entre o grupo de controle, como sendo a única variável a apresentar significância em todos os modelos que está presente, em níveis de até 10%, de modo a confirmar a influência do número de demandantes sobre o patrimônio líquido ofertado a mercado, embora não apresente o coeficiente com o sinal positivo previamente esperado.

Apesar disso, ao analisar os sinais esperados para as demais variáveis, os resultados foram em linha com o apresentado na literatura, com Ativos, Oferta Total e Oferta Primária negativos, e Estrangeiros com sinal positivo. Similarmente aos resultados prévios, as variáveis que obtiveram os sinais dos coeficientes diferentes do esperado foram Investidores e Coordenador.

Em suma, podemos concluir que a Razão 3, proporção entre o valor de mercado das companhias que compõem o IBOVESPA sobre o IBC-Br, e que tem como objetivo mensurar a grandeza do mercado acionário em relação à economia real, não tem influência sobre o retorno dos primeiros 66 dias de negociação das ações, ainda que apresente valores-p próximos ao nível de significância aceito, bem como, coeficientes positivos, indicando um viés de influência sobre estes.

Tabela 8 – Resultados da regressão – Razão 4 (ADTV/*market capitalization*)

	Mod 1	Mod 2	Mod 3	Mod 4	Mod 5	Mod 6	Mod 7	Mod 8	Mod 9	Mod 10	Mod 11	Mod 12
Intercepto	0,2997 0,1053	0,2987 0,1050	0,3148 0,0842*	0,3137 0,0839*	0,2487 0,1526	0,1815 0,3140	0,3590 0,0186**	0,1500 0,2660	0,3555 0,0181**	0,3519 0,0187**	0,3474 0,0183**	(0,0017) 0,9860
Razão 4	(0,0004) 0,9933	0,0007 0,9886	0,0042 0,9290	0,0052 0,9104	0,0002 0,9956	0,0071 0,8840	0,0094 0,8122	(0,0004) 0,9940	0,0099 0,7988	0,0089 0,8204	0,0096 0,8057	0,0032 0,9360
Ativos	(0,0064) 0,6023	(0,0064) 0,6018			(0,0089) 0,4536	(0,0122) 0,3230	(0,0029) 0,7833	(0,0143) 0,1590	(0,0031) 0,7698			
Investidores	(0,0340) 0,0076***	(0,0338) 0,0077***	(0,0349) 0,0058***	(0,0346) 0,0058***	(0,0319) 0,0107**		(0,0311) 0,0069***		(0,0311) 0,0066***	(0,0323) 0,0023***	(0,0324) 0,0021***	
Estrangeiros	(0,0062) 0,9414	(0,0088) 0,9157	0,0010 0,9900	(0,0016) 0,98450		(0,0242) 0,7790		(0,0327) 0,6950				
Oferta Total	0,0140 0,5588	0,0128 0,5858	0,0079 0,7048	0,0067 0,7417	0,0123 0,5978	(0,0108) 0,6330						
Oferta Primária	(0,0098) 0,2663	(0,0096) 0,2730	(0,0107) 0,2139	(0,0105) 0,2193			(0,0096) 0,2730	(0,0060) 0,5040	(0,0095) 0,2752	(0,0102) 0,2279	(0,0101) 0,2293	
Coordenador	(0,0121) 0,7806		(0,0120) 0,7819		(0,0085) 0,8422	(0,0015) 0,9730	(0,0071) 0,8651	(0,0075) 0,8640		(0,0081) 0,8446		
P-valor	0,1478	0,0960	0,1029	0,0616	0,0876	0,6927	0,0615	0,6583	0,0322	0,0328	0,0147	0,9360
Estatística-F	1,5810	1,8460	1,8100	2,1740	1,9730	0,6097	2,1750	0,6549	2,7330	2,7210	3,6440	0,0065
R ²	0,0871	0,0865	0,0850	0,0844	0,0772	0,0252	0,0844	0,0270	0,0842	0,0838	0,0835	0,0001
SE	0,1732	0,1726	0,1727	0,1720	0,1727	0,1775	0,1720	0,1773	0,1713	0,1714	0,1707	0,1768
Obs.	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124

Fonte: Economática, B3 e CVM. Elaborado pelos autores.

Nota: A primeira linha da tabela apresenta os coeficientes das regressões e a segunda a estatística p-valor. *** indica significância a 1%, ** indica significância a 5% e * indica significância a 10%

Assim como observado nas regressões das Razões 2 e 3, os resultados com a Razão 4 não foram significativos para nenhum dos 12 modelos testados, o que nos leva a concluir que a variável ADTV sobre o valor de mercado das companhias que compõem o índice IBOVESPA, ou *market capitalization*, razão na qual é possível explicar a rotatividade das ações no mercado, isto é, a frequência que as ações trocam de mão, não tem influência sobre o retorno das companhias nos 3 primeiros meses após o IPO. Mais uma vez, a tentativa de mensuração do fenômeno *financial deepening* conforme as razões mencionadas na literatura não se mostra significativa quando aplicada ao cenário brasileiro.

Ademais, nas variáveis de controle, apenas a Investidores traz valor-p significativo, ainda que os coeficientes das variáveis Ativos e Oferta Primária sigam o sinal negativo, conforme mencionado em trabalhos similares. A Estrangeiros, Oferta Total e Coordenadores novamente é atribuído o sinal ao contrário do esperado.

Por fim, Rahman e Mustafa (2017) trouxeram resultados que vão de encontro com os obtidos neste estudo. Enquanto eles evidenciaram que o efeito do volume negociado é maior

que o de liquidez do mercado, variável aqui representada pela Razão 2, as duas variáveis se mostram igualmente insignificativas na explicação do retorno de 66 dias. A justificativa proposta se assemelha ao que foi dito acima, de que a liquidez, ainda que seja propulsora do crescimento econômico, é comprometida pela facilidade de negociação encontrada pelos investidores, pouco informados e relutantes com a noção de retornos a longo prazo presumida pelo mercado de capitais.

Dentre as 4 razões estipuladas e seus respectivos modelos, somente as variáveis Razão 1 e Razão 3 apresentaram evidências estatísticas, que nos levam a crer na influência do fenômeno de *financial deepening* no retorno de 66 dias úteis após o início da negociação das ações. Igualmente, a única variável controle a apresentar significância estatística, em pelo menos 10%, é a variável Investidores, ainda que não apresente o sinal do coeficiente apresentado, como preconizado no trabalho de Eller (2012).

A razão do ADTV sobre o IBC-Br (Razão 2), bem como, a razão do ADTV sobre o *market capitalization* do IBOVESPA (Razão 4), aparentam não ser as melhores definições para a representação do *financial deepening*, ao passo em que, teoricamente, traduzem o nível de liquidez do mercado acionário em relação a economia do país e a velocidade com que o volume negociado é transacionado entre os investidores, respectivamente. Através dos resultados obtidos, podemos afirmar que há evidências de que a rapidez com que o mercado de capitais gira tal qual a maior liquidez de ações na economia não influencia o preço das ações no curto prazo, fato somado aos valores de coeficientes insignificantes apresentados, tendo a Razão 4 ainda apresentado sinal negativo, divergindo do esperado.

5. CONCLUSÕES

Ao longo deste trabalho, buscou-se verificar se o aprofundamento financeiro, ou *financial deepening*, é capaz de explicar os retornos excedentes de curto prazo, em uma amostra de 124 IPOs realizados no mercado brasileiro entre os anos de 2007 e 2020.

Verificou-se que a única variável analisada, entre as selecionadas para representar o conceito de *financial deepening*, que mostrou significância estatística para todos os modelos testados foi a Razão 1, M1/IBC-Br, ainda que a Razão 3, *market capitalization*/IBC-Br, mostre significância em dois dos modelos construídos.

As Razões 2 e 4, não apresentaram nenhuma evidência quanto à influência sobre os retornos excedentes, de modo a confirmar que o volume médio negociado, fator presente em ambas, ainda é pouco relevante na explicação da variação de preços no mercado brasileiro. As ações brasileiras, por outro lado, se mostram avessas a essa tal liquidez, à medida em que a pouca instrução adquirida a respeito da longevidade dos investimentos em renda variável, faz com que os investidores comprometam suas posições sob o alerta de qualquer notícia negativa. Apesar disso, o coeficiente positivo apresentado pela mesma nos leva a crer que, futuramente, o ganho de maturidade do mercado local será beneficiado por esse fluxo mais acentuado, em linha com os mercados estudados pelos autores acima.

A Razão 3, embora apresente evidências positivas em pelo menos dois dos modelos testados, não comprova significância para os retornos excedentes de 66 dias úteis na maior parte deles. Similarmente ao que foi levantado para as Razões 2 e 4, a precocidade do mercado acionário brasileiro, no que diz respeito ao número de companhias listadas e à representatividade frente ao volume da economia real, impede que cheguemos a resultados conclusivos a partir dessas formas de mensuração do evento.

Há evidências quanto à influência do movimento de aprofundamento financeiro sobre o retorno de curto prazo entre as empresas recém-lançadas na bolsa de valores B3. Em linha com as conclusões obtidas pelos trabalhos mencionados na revisão de literatura, as evidências apontam para o processo de intermediação e aprofundamento financeiro como fonte vital de

ganho de representatividade do mercado acionário brasileiro, seja pela melhora do volume de dinheiro corrente e conseqüente aumento da demanda agregada, pela adesão de novos investidores a ativos mais arriscados ou pelo aumento do número de companhias solicitantes pelo processo de listagem, amparadas estas pelo nível de preço e performance percebidos nas ofertas anteriores a sua.

Os resultados deste trabalho indicam que o aprofundamento financeiro deve ser incentivado pelos reguladores e demais agentes do mercado de capitais brasileiro, pois os impactos contribuem para o desenvolvimento econômico do país.

Considerando a possibilidade de estudos futuros a respeito do tema, entre as limitações encontradas relacionamos: amostra relativamente pequena, tendo em vista o baixo volume de IPOs realizados entre os anos de 2007 e 2020; e volatilidade própria do período, que consta ao menos dois momentos de crise generalizada da economia. Como sugestão recomendamos uma possível ponderação das variáveis de *financial deepening* aqui utilizadas, através da formação de um índice, bem como a construção de novas formas de mensuração do aprofundamento.

REFERÊNCIAS

ARESTIS, P.; DEMETRIADES, P. O.; LUINTEL, K. B. Financial development and economic growth: the role of stock markets. **Journal of money, credit and banking**, v. 33, n. 1, p. 16-41, 2001.

ASQUITH, P.; MULLINS JR, D. W. Equity issues and offering dilution. **Journal of financial economics**, v. 15, n. 1-2, p. 61-89, 1986.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas fiscais**. Nota para a imprensa. 30 abr. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>. Acesso em: 11 abr. 2021.

BOMFIM, L. P. M.; DOS SANTOS, C. M.; PIMENTA JÚNIOR, T. Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo - RAUSP**, v. 42, n. 4, p. 524-534, 2007.

CAMPOS, V. **Porque uma empresa faz um IPO?** - um estudo de caso. Dissertação (Mestrado em Finanças e economia empresarial) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia, Rio de Janeiro, 2008.

CARTER, R. B.; DARK, F. H.; SINGH, A. K. Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 1, p. 285-311, 1998.

CARTER, R.; MANASTER, S. Initial public offerings and underwriter reputation. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 4, p. 1045-1067, 1990.

DURUKAN, M. B. The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance: case of Istanbul Stock Exchange. **Managerial Finance**, v. 28, n. 2, p. 18-38, 2002.

ELLER, E. P. **Análise do desempenho de longo prazo dos IPOs de empresas com participação prévia de fundos de *private equity* e *venture capital* de 2004 a 2011 na BM&F Bovespa**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Economia de São Paulo, São Paulo, 2012.

FERRARI, G. L., & MINARDI, A. M. A. F. (2010). **O desempenho de ofertas públicas iniciais de empresas brasileiras financiadas por fundos de *private equity***. Insper.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Policy support and vaccines expected to lift activity. **World Economic Outlook Update**, jan. 2021. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>. Acesso em: 19 abr. 2021.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **World Economic Outlook Update: a long and difficult ascent**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2020. Disponível em:

<https://www.elibrary.imf.org/view/books/081/29296-9781513556055-en/front-1.xml>. Acesso em: 19 abr. 2021.

KAPLAN, S. N.; SCHOAR, A. Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 4, p. 1791-1823, 2005.

KING, R. G.; LEVINE, R. Finance and growth: Schumpeter might be right. **The quarterly journal of economics**, v. 108, n. 3, p. 717-737, 1993.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. R. The new issues puzzle. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 23-51, 1995.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. R.; RYDQVIST, K. Initial Public Offerings: International Insights. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 2, n. 2-3, p. 165-199, 1994.

MEGGINSON, W. L.; WEISS, K. A. Venture capitalist certification in initial public offerings. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 3, p. 879-903, 1991.

NEUPANE, S.; NEUPANE, B.; PAUDYAL, K.; THAPA, C. Domestic and foreign institutional investors' investment in IPOs. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 39, p. 197-210, 2016.

NGUGI, R.; AMANJA, D.; MAANA, I. **Capital market, financial deepening and economic growth in Kenya**. South Eastern Kenya University (SEKU), School of Business and Economics, Kitui County, 2006.

OKEYA, I. O.; DARE, D. F. Financial Deepening and Stock Market Development: Evidence from Nigeria. **International Journal of Research and Review**, v. 7, n. 6, p. 329-342, 2020.

OMOLE, D. A. Financial deepening and stock market development in Nigeria. **Nigerian Institute of Social and Economic Research (NISER) Monograph Series**, n. 15, Ibadan, 1999.

PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why do companies go public? An empirical analysis. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 1, p. 27-64, 1998.

PÁSTOR, L.; VERONESI, P. Rational IPO waves. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 4, p. 1713-1757, 2005.

RAHMAN, M.; MUSTAFA, M. Financial deepening and stock market returns: panel data analyses for selected developed and developing economies. **International Journal of Monetary Economics and Finance**, v. 10, n. 1, p. 96-109, 2017.

RITTER, J. R. The long-run performance of initial public offerings. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 3-27, 1991.

RITTER, J. R.; WELCH, I. A review of IPO activity, pricing, and allocations. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 4, p. 1795-1828, 2002.

ROCHA, R. H.; OLIVEIRA, L. G. Bovespa: viabilizando a primeira IPO de bolsa no Brasil. **Revista Brasileira de Casos de Ensino em Administração – GVCasos**, v. 3, n. 2, doc. 10, p. 1-17, 2013.

ROUSSEAU, P. L.; WACHTEL, P. What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?. **Economic inquiry**, v. 49, n. 1, p. 276-288, 2011.

SAITO, R.; MACIEL, L. P. Underpricing of Brazilian IPOs: empirical evidence from 1999 to 2005. **Anais do Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, Salvador, 2006.

TAVARES, P., & MINARDI, A. (2009). The long run performance of Brazilian private equity backed IPOs. **In BALAS ANNUAL CONFERENCE** (Vol. 25).

ZINGALES, L. Insider ownership and the decision to go public. **The Review of Economic Studies**, v. 62, n. 3, p. 425-448, 1995.