

**ÁREA TEMÁTICA: Finanças**

**A ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DE SAÚDE SUPLEMENTAR**

**AUTORES**

**CAMILA ARAUJO MACHADO**

Universidade Federal de Goiás

am\_camila@yahoo.com.br

**SAULO HIRONORI YUGE**

Universidade Católica de Brasília

yugehiro@gmail.com

**DR ALBERTO SHIGUERU MATSUMOTO**

Universidade Católica de Brasília - UCB

011052@terra.com.br

**ABDELKADER BOURAHLI**

Universidade Católica de Brasília

bourahli@ucb.br

**RESUMO**

Este estudo tem como objetivo analisar, sob a ótica da administração financeira, a abertura de capital de empresas brasileiras da área de saúde suplementar no mercado de ações. Visou recolher informações do mercado financeiro de capitais através das bases de dados Economática e do banco de dados da Bolsa de Valores de São Paulo. Foram consideradas todas as empresas desde a data da abertura de capital em que foram listadas. Foram calculados os retornos anormais pelo modelo de mercado, utilizando-se dados semanais. Verificou-se a presença do fenômeno da subavaliação (*underpricing*) médio de 9% observado no primeiro dia de negociação. A média de retornos acumulados no período de trinta semanas do setor é positiva com valor igual a 10,52%. Esse estudo apresenta índices semelhantes aos pesquisados por Saito e Maciel (2006), que analisaram os efeitos do fenômeno, conhecido como subavaliação ou deságio inicial no Brasil entre 1999 e 2006. Os resultados encontrados por esses autores compreendem boa parte do período analisado por esse estudo e são considerados relevantes para análise. O estudo apresentado deve considerar um período maior de observação à medida que o mercado acumula experiência com relação às empresas do setor.

**Palavras-chave:** Abertura de capital. Saúde suplementar. IPO

**ABSTRACT**

This study had the purpose analyze, from the perspective of financial administration, the IPO of Brazilian companies in the area of health care market in the stock market. Aimed collect information from the financial market through Economática database and Bolsa de Valores de Sao Paulo. There are considered all companies from the date of the IPO in which they were listed. Abnormal returns were calculated by market model, using weekly data. There was the presence of undervaluation (*underpricing*) average of 9% observed in the first day of trading.

The average cumulative return over the period of thirty weeks of the sector is positive with 10.52%. This study shows rates similar to those researched by Saito and Maciel (2006), who analyzed the effects of the phenomenon known as negative understatement or the initial undervaluation in Brazil between 1999 and 2006. The findings by these authors include much of the period analyzed in this study and are considered relevant for analysis. The study presented should consider a longer period of observation as the market experience accumulated in relation to the sector.

## A ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DE SAÚDE SUPLEMENTAR

### 1 INTRODUÇÃO

Este estudo tem como objetivo analisar, sob a ótica da administração financeira, a abertura de capital de empresas brasileiras da área de saúde suplementar no mercado de ações. São objetivos específicos desse estudo, a interpretação dos dados do mercado financeiro durante os primeiros meses da abertura e a identificação de fenômenos relacionados a esse momento, como o deságio das ações e retornos anormais.

Dentre as áreas que compreendem o estudo da Administração, a Administração Financeira representa o foco desse estudo. Ross (2008) estabelece que o objetivo geral da Administração Financeira seja maximizar o valor de mercado da empresa. O autor ainda esclarece que esse processo, dentro de uma sociedade por ações, corresponde à maximização do valor das ações (ROSS, 2008). Para Casagrande Neto (1958), a decisão de financiamento e investimento da companhia está atrelada a decisão da abertura de capital. Cabe ao administrador financeiro definir a estrutura “ótima” de capital, balanceando a presença de recursos próprios (reversão de lucros e aportes dos atuais acionistas) e recursos de terceiros (emissões de ações a novos acionistas e financiamentos bancários) (CASAGRANDE NETO, 1958)

Para Casagrande *et al.* (2002), a história mostra que existe uma relação direta entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. O Brasil observou nos últimos anos o crescimento do PIB, o produto interno bruto do país, de 2,7% em 2002 para uma projeção de 5,2% em 2008, presente nas estatísticas governamentais (IBGE, 2008). Rogers (2006) relaciona o crescimento do PIB com o aumento do valor adicionado aos bens e serviços proporcionados pelas empresas que, por conseguinte, pode aumentar os lucros e os preços das ações indicando conseqüentemente maior desempenho macroeconômico. Rogers (2006) ainda destaca que aumentos nas taxas de juros domésticas aumentam o prêmio que os investidores estão dispostos a pagar para aplicarem os seus recursos em renda variável.

A decisão de abrir o capital e obter recursos no mercado de ações tem fomentado discussões recentes sobre o assunto. O fenômeno do crescimento das *IPOs* (*Initial Public Offering*), sigla em inglês para oferta pública inicial (OPI, em português), é relatado por Saito e Maciel (2006). O estudo esclarece que a presença de um órgão regulador como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e novos patamares de governança corporativa como o Novo Mercado, trouxeram mais investidores à bolsa brasileira movimentando o mercado (SAITO e MACIEL, 2006). Ainda nessa pesquisa, a regulamentação do processo de *IPO* com relação aos aspectos de sua precificação e a apresentação dos prospectos são considerados fatores relevantes para o aumento da transparência e atrativos para investidores minoritários (SAITO e MACIEL, 2006).

O ano de 2007 foi excepcional para as ofertas públicas iniciais de ações, (*IPOs*), que bateram recordes tanto em número de operações (64) como em volume de captação (R\$ 55,5 bilhões). [...] O resultado dos *IPOs*, no ano passado, foi o melhor desde 1994, ano do lançamento do Plano Real. A medida do salto é clara: em 2004, houve sete *IPOs*, em 2005, nove; em 2006, 26 *IPOs* e, em 2007, 146% mais operações (Carnier, 2008, p.1).

A respeito a eficiência de gerar riqueza no mercado financeiro, Rogers *et al.* (2006) apresentam um estudo sobre as oportunidades de crescimento que as empresas conquistam no mercado financeiro de capitais;

É indiscutível tanto no campo teórico como na evidência empírica que para haver crescimento econômico há necessidade de investimentos. Para investir, é necessário que ocorra prévia ou simultaneamente uma poupança (Rogers *et al.*, 2006, p.3).

Levine e Zervos (1996 *apud* ROGERS, 2006) concluem que a liquidez do mercado de capitais, medida pelo valor das ações transacionadas relativamente ao tamanho do mercado de capitais e da economia é positiva e significativamente correlacionada com as taxas correntes e futuras de crescimento econômico, acumulação de capital e aumento da produtividade.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

As empresas desse estudo buscam recursos no mercado financeiro e foram classificadas pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) como pertencentes ao setor de consumo não cíclico, subsetor da saúde e do segmento de Serviços Médico Hospitalares e de Análise e Diagnóstico. A classificação por setor, subsetor e segmento considerada nesse estudo foi estabelecida pela própria Bolsa de Valores:

O propósito é permitir uma visão sobre empresas que, embora com atividades diferentes, atuem em estágios similares da cadeia produtiva ou com produtos/serviços relacionados e tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas e aproximar-se de critérios utilizados pelo mercado financeiro nacional e internacional (BOVESPA, 2008, p.1).

Esse estudo visa ainda entender o processo de abertura de capital desse pequeno segmento que faz parte de um mercado em expansão e o impacto do risco existente no mercado financeiro sobre essas empresas.

O mercado da saúde suplementar no Brasil está em um período de expansão. Já em 2000, segundo a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), esse mercado atendia um quarto da população brasileira. Entre 2001 e 2005, o número de Beneficiários de Planos Médico-Hospitalares cresceu 13,0%, frente a um crescimento da população de 6,8% (ANS, 2006). Atualmente, em dados para o setor de planos privados:

O setor de planos privados de assistência a saúde fechou o ano de 2007 com um total de 39,1 milhões de beneficiários em planos de assistência médica, valor 5,2% superior a dezembro de 2006. Esta taxa confirma a tendência observada nos anos anteriores que é de crescimento pouco superior ao da população residente no país, (...) (ANS, 2008, p. 13).

A Constituição brasileira de 1988 reconhece a saúde como um direito de cidadania e seu acesso universal. Apesar das garantias oferecidas pela lei, o país revela problemas na qualidade dos serviços públicos oferecidos. Porter (2006) esclarece que, na maioria dos países, os custos com a assistência à saúde estão se elevando rapidamente e existe uma necessidade urgente de melhorar o valor na prestação desses serviços.

Segundo Vilarinho (2003), a percepção sobre as oportunidades de exploração econômica da assistência à saúde no Brasil começou na década de 1930, fortalecendo-se ao final dos anos de 1950, quando o país principiou seu processo de industrialização e as instituições hospitalares privadas consolidaram-se como os principais prestadores de serviços hospitalares a uma nascente classe média. Moreno e Cavalini (2001 *apud* VILARINHO, 2003) ressaltam e ANS (2008) corrobora a predominância desses serviços nas regiões Sul e Sudeste do Brasil, onde se concentra a maior parcela da renda nacional. O estado de São Paulo abriga 672 das 1933 operadoras de saúde cadastradas pelo órgão governamental

regulador, a Agência Nacional de Saúde Suplementar, seguido pelo Rio de Janeiro com 229 empresas (ANS, 2008).

Dentre as empresas quem compõem o setor, Schiozer e Saito (2007) destacam as operadoras de plano de saúde de maior escala, pelo fato de existirem custos fixos relativamente altos na gestão de operadoras de saúde. As empresas com grande carteira de clientes são capazes de diluir esses custos fixos, e pelo maior poder de barganha dessas operadoras junto aos prestadores de serviços, como hospitais, laboratórios etc, onde conclui com sua pesquisa que a situação financeira das operadoras está positivamente relacionada a seu tamanho (SCHIOZER e SAITO, 2007). Diante dos benefícios da economia de escala, as empresas buscam alternativas em seu planejamento para financiar os custos de sua expansão e o passivo resultante dessa operação.

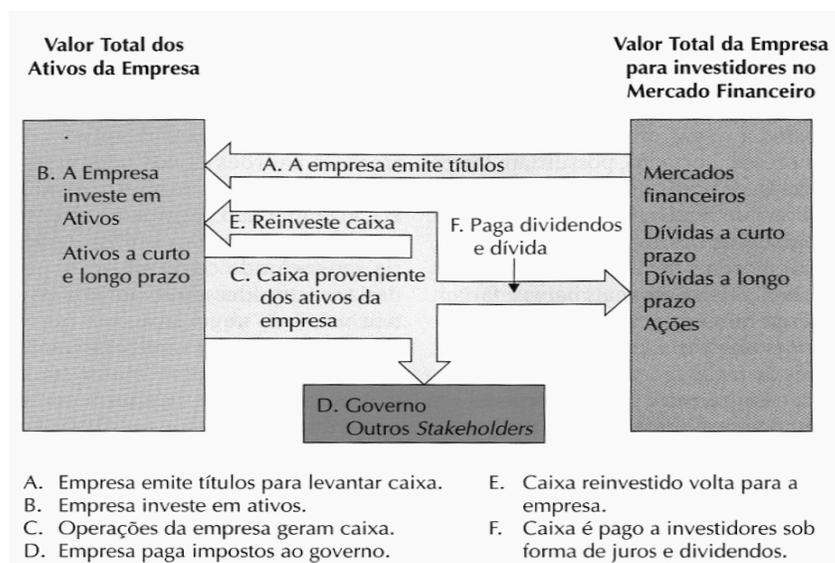
O crescimento da complexidade das atividades do setor também é notável. Fernandes *et al.* (2003) relaciona o aumento da complexidade dos tratamentos médicos à necessidade de grande quantidade de recursos financeiros. Porter e Teisberg (2007) também trazem a problemática nos Estados Unidos e em outros países, onde o crescimento dos custos com o tratamento não acompanha a qualidade do serviço prestado, pois os altos gastos do sistema de saúde dos EUA não resultam para os americanos em maior expectativa de vida do que a de cidadão de outros países desenvolvidos. Porter e Teisberg (2007) acreditam que o desafio do sistema de saúde é dar partida a um novo sistema de competição focado nos resultados para o paciente, em detrimento do poder das empresas de “transferir custos” entre os agentes do mercado. Ainda nessa problemática, as relações entre prestadores de serviços e as empresas de planos de saúde apresentaram um perfil extremamente complexo, na medida em que condicionaram fortes mudanças na oferta agregada de serviços afetando a autonomia dos provedores (VILARINHO, 2003). Para Vilarinho (2003), uma alternativa para reduzir custos no Brasil a partir da década de 90, foi a criação da rede própria de serviços e buscar fontes de investimento externos para sustentar o seu crescimento.

De acordo com a ANS, as receitas das Operadoras de Planos Médico-Hospitares no Brasil atingiram R\$37,9 bilhões em 2005, apresentando uma taxa média de crescimento anual de 14,5% entre 2001 e 2005. Os dados do mercado são levantados anualmente pela agência governamental que regula o setor, a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), criada pela Lei n.º9.961, de 28 de janeiro de 2000. Segundo Ocké-reis (2004), essa instituição visa proteger os consumidores e o mercado do poder dos oligopólios comuns nesse setor. O controle de preços e a qualidade oferecida aos clientes fazem parte das metas da ANS (OCKÉ-REIS, 2004). Para Porter (2006), o objetivo do governo é assegurar que a competição aconteça entre prestadores e planos de saúde. Schiozer e Saito (2006) acrescentam que políticas públicas de saúde suplementar devem, portanto, assegurar a estabilidade econômico-financeira das operadoras, minimizando a chance de infortúnios desagradáveis para o beneficiário, como a falta de assistência devido a dificuldades financeiras da operadora à qual se associou. Porém, Ocké-Reis (2004) afirma que sob pressão dos crescentes custos da medicina as operadoras passaram a depender fortemente de recursos financeiros externos. Segundo a pesquisa de Schiozer e Saito (2006), uma operadora em situação financeira confortável é capaz de oferecer a seus beneficiários uma gama maior e melhor de procedimentos médicos, implicando num aumento de sua satisfação.

Para Ross (2008), o valor da empresa será maximizado quando o quociente entre dívidas e capital próprio resultar em uma *estrutura ótima de capital*. De acordo com esse autor, as decisões dos gestores para promover o crescimento do valor da empresa devem ser focadas na redução do custo médio ponderado de capital. Esse custo reduz-se à medida que a empresa começa a financiar-se mais com capital de terceiros, conforme mostra a figura 1 (ROSS, 2008). Casagrande Neto (1985) estabelece uma relação entre a decisão da abertura do capital da empresa e a busca por fontes de financiamento de recursos. A emissão de ações

pode melhorar a relação capital próprio/capital de terceiros (CASAGRANDE NETO, 1985). Assaf Neto (2003) ainda menciona que o processo de abertura de capital no Brasil traz vantagens adicionais determinadas principalmente por nosso cenário econômico de altas taxas de juros e restrições ao crédito de longo prazo.

Apesar das vantagens apresentadas pelos autores quanto à abertura de capital de uma empresa, é importante considerar os riscos que o mercado traz. Assaf Neto (2003) ressalta as exigências e responsabilidades atreladas a essa abertura, como a distribuição de dividendos e publicação periódica de informações ao mercado, que conseqüentemente eleva os custos administrativos. No contexto de um mercado financeiro eficiente, o valor de um ativo é reflexo do consenso dos participantes com relação ao seu desempenho esperado (ASSAF NETO, 2003). A hipótese do mercado eficiente é considerada também por Fama (1969) e Ross (2008), em que ambos relatam o pressuposto que as ações se ajustam rapidamente as informações recebidas pelo mercado. Ross (2008) define dois tipos de risco: O risco sistemático e não sistemático. O autor esclarece que o sistemático influencia grande número de ativos e é também conhecido como risco de mercado, já o risco não sistemático afeta um pequeno número e ativos e é essencialmente eliminado pela diversificação da carteira de investimentos. Como o risco não sistemático pode ser eliminado virtualmente por meio da diversificação, não pode existir recompensa por assumi-lo, logo o retorno esperado de um ativo depende apenas do risco sistemático (ROSS, 2008).



Fonte: Ross, 2005

Figura 1 : Fluxo de recursos entre empresa e os mercados financeiros

Durante o *IPO*, a falta de informações passadas sobre o desempenho da empresa podem acarretar sub-valorização (*underpricing*) das ações no curto-prazo, considerada por Azevedo (2007) em seu estudo:

Na hipótese de um mercado heterogêneo, na qual existem investidores informados e desinformados, sabe-se que os informados são formadores de opinião. Então apreçar um *IPO* muito alto, pode correr o risco de ninguém comprá-lo. Neste caso, por conservadorismo e reputação, o coordenador líder lança o *IPO* a um preço abaixo do justo para que se torne atrativo para os investidores informados e, por conseguinte, aos desinformados. (AZEVEDO, 2007, p. 24)

Para Myers e Majluf (1984), a diferença entre a quantidade de informações que os gestores e investidores possuem, sempre existirá. Os autores consideram que mesmo possuindo todo tipo de informação necessária para avaliar o ativo, os gestores não podem compartilhar o *insider's view*, ou seja, a visão interna dos gestores que efetivamente fazem parte do capital humano da empresa. Dentre as discussões sobre as possíveis causas do *underpricing*, Ibbotson e Jaffe (1975 *apud* LOUGHRAN e RITTER, 1995) consideram a existência de *hot issue markets*, que os autores definem como o mês em que a média de retorno do primeiro dia de negociação supera a média mensal de um *IPO*. O efeito ainda observa a forte correlação positiva entre a subavaliação e a quantidade de *IPOs* realizados no período.

### 3 METODOLOGIA

Esta pesquisa é considerada descritiva do ponto de vista de seus objetivos, que é de acordo com Silva (2001) a pesquisa que visa descrever as características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis.

Os procedimentos técnicos para a realização dessa pesquisa incluem a pesquisa bibliográfica, que Gil (1991) define como a pesquisa elaborada a partir de material já publicado, constituído principalmente de livros, artigos de periódicos e com material disponibilizado na Internet.

Essa pesquisa seguiu as três fases propostas por Silva (2001), com início na fase decisória que compreende a escolha do tema, a definição e a delimitação do problema de pesquisa (SILVA, 2001). A fase construtiva envolveu a execução da pesquisa com a busca de referências temáticas e metodológicas, a coleta de dados e seu tratamento. Por fim, foi realizada a análise dos dados e informações obtidas na fase anteriormente citada.

#### 3.1 Dados da pesquisa

O estudo visou recolher informações do mercado através das bases de dados Economatica, CVM e BOVESPA. Foram consideradas todas as empresas desde a data da abertura de capital em que foram listadas - vide Quadro 01.

| Nome da companhia   | Data da oferta inicial | Código da ação ordinária |
|---------------------|------------------------|--------------------------|
| DASA                | 18/11/2004             | DASA3                    |
| Medial Saúde        | 22/09/2006             | MEDI3                    |
| Odontoprev          | 01/12/2006             | ODPV3                    |
| Amil Participações  | 29/10/2007             | AMIL3                    |
| Tempo Participações | 19/12/2007             | TEMP3                    |

Fonte: BOVESPA, 2008a.

Quadro 1-Lista das empresas pesquisadas

#### 3.2 Hipóteses

##### *Hipótese 1*

*As empresas do segmento estudado sofreram a sub-valorização de seus ativos (underpricing) no momento do IPO.*

Para a análise dessa hipótese foi considerada a valorização do preço da ação no primeiro dia de negociação. Esse valor foi obtido através do cálculo pela capitalização

discreta. Conforme Soares, Rostagno e Soares (2002, p.04), na capitalização discreta as informações chegam em instantes distintos, causando variações discretas nos preços das ações:

$$r = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \quad (1)$$

Onde:

$r$  indica o retorno da ação

$P_{t-1}$  é o preço da ação no período  $t-1$  (início do dia)

$P_t$  é o preço da ação no período  $t$  (fim do dia)

*Hipótese 2*

*O retorno esperado das ações do segmento estudado é positivo com relação ao índice BOVESPA durante os primeiros seis meses e dois anos após o IPO.*

Para Matsumoto e Medeiros (2006) existem diversos métodos para calcular retornos anormais, seja por modelo estatístico ou econômico. Nesse estudo optou-se pelo modelo estatístico com retornos ajustados ao modelo de mercado. Foram utilizadas frequências semanais a partir cotações do índice de mercado publicadas pela Bovespa e cotações das ações provenientes do banco de dados Economática<sup>@</sup>.

A análise dessa hipótese visou medir o retorno acumulado dos ativos que apresentaram retornos maiores do que os do índice de mercado:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (2)$$

Onde:

$AR_{i,t}$  (*abnormal returns*), sigla em inglês para retornos anormais da ação  $i$  na data  $t$

$R_{i,t}$  são os retornos normais (observados)

$R_{m,t}$  representam os retornos de mercado

O modelo de mercado estabelece a diferença entre retornos observados no fechamento semanal de cada ação e de um *benchmark* de mercado, nesse caso o índice BOVESPA. Esse índice, também conhecido como IBOVESPA, foi escolhido por Saito e Maciel (2006), Matsumoto e Medeiros (2006), Azevedo (2007) e demais pesquisadores por sua metodologia de cálculo que concentra 80% das ações negociadas da bolsa brasileira (BOVESPA, 2008c).

O retorno acumulado da amostra é medido por:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^n AR_{i,t} \quad (3)$$

Onde:

$CAR$  (*cummulative abnormal returns*) é o cálculo da somatória de todo retorno anormal acumulado entre a semana 1 e semana  $n$ .

O teste estatístico foi realizado respeitando a série temporal, que considera trinta observações do evento:

$$t = \frac{\overline{CAR}_{i,t}}{\sigma_{AR}} \quad (4)$$

Onde:

$CAR_{i,t}$  é o retorno acumulado em trinta semanas

$\sigma_{AR}$  é o desvio padrão da amostra

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

##### Hipótese 1

Essa hipótese pode ser confirmada pela análise do primeiro dia de negociação. Foi observado o efeito do *underpricing* em todos ativos pesquisados. Quando foi considerado a diferença do preço publicado no prospecto de *IPO* e o preço do fechamento do primeiro dia, conforme a tabela 02 .

Tabela 1: *Underpricing* no primeiro dia de negociação

| Ação  | Preço inicial | Fechamento 1º dia | Valorização da ação no 1º dia |
|-------|---------------|-------------------|-------------------------------|
| DASA3 | 22            | 24                | 9%                            |
| MEDI3 | 21,5          | 22                | 2%                            |
| ODPV3 | 28            | 32,39             | 16%                           |
| AMIL3 | 14            | 16,35             | 17%                           |
| TEMP3 | 6,68          | 6,75              | 1%                            |

Fonte: Elaborado pelo do autor

O setor apresentou um deságio (*underpricing*) médio de 9% no primeiro dia. Esse valor foi obtido através do cálculo da média simples dos deságios calculados. A correlação entre o volume inicial ofertado e o efeito do *underpricing* é fraca e não é contemplada nesse estudo. Porém autores como Ritter (1991), Ibbotson e Jaffe (1975) discutem o tamanho da oferta com a duração do efeito *underpricing* .

##### Hipótese 2

A hipótese 2 revelou-se verdadeira para três das cinco empresas estudadas( retorno positivo). Após o primeiro dia do *IPO*, foram realizadas observações semanais do período conhecido como *aftermarket*. Ritter (1991) observou 1526 empresas americanas que realizaram abertura de capital entre os anos de 1974 a 1985, onde pode observar o fim do efeito *underpricing* no longo prazo. No Brasil, Leal (2003) realizou tal observação e percebeu a desvalorização das ações das empresas de 70% nos seus três primeiros anos como companhia aberta. O estudo de Azevedo (2007) realizado com 61 empresas considera o mesmo *benchmark* dessa pesquisa e mostra que retorno positivo perdurou nas empresas até o 63º dia.

O início do efeito da desvalorização das ações no curto prazo (*short-run underpricing*) pode ser medido quando calculados o AR e o CAR conforme citado na metodologia do estudo. A tabela 2 mostra o resultado do cálculo em ordem crescente do CAR, que considera o período de trinta semanas após o *IPO*.

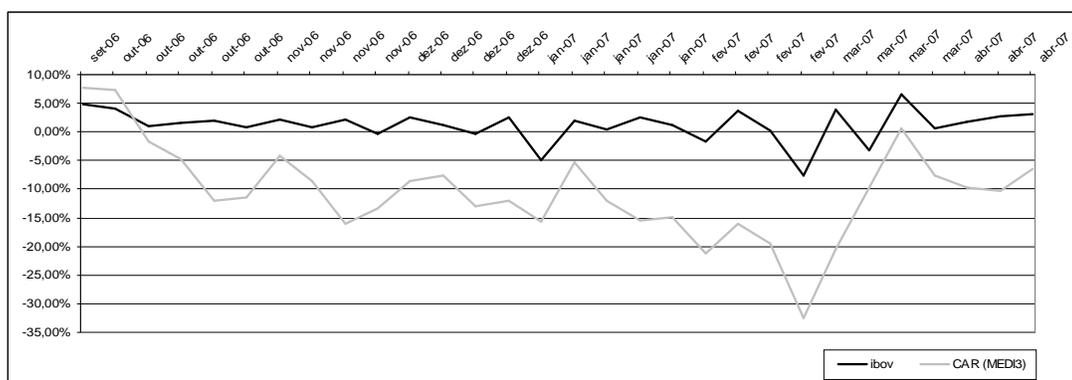
Tabela 2 : Tabela de retorno acumulado das ações

| Ação  | Preço inicial | Fechamento 30ª semana | CAR     | Teste t |
|-------|---------------|-----------------------|---------|---------|
| AMIL3 | 14            | 13,25                 | -25,48% | -0,763  |
| MEDI3 | 21,5          | 27,49                 | -9,43%  | -0,336  |
| ODPV3 | 28            | 53,9                  | 42,53%  | 1,114*  |
| TEMP3 | 6,68          | 6,85                  | 23,97%  | 0,514   |
| DASA3 | 22            | 31,35                 | 20,99%  | 0,678   |
| Média | -             | -                     | 10,52%  | -       |

Fonte: Elaborado pelo do autor

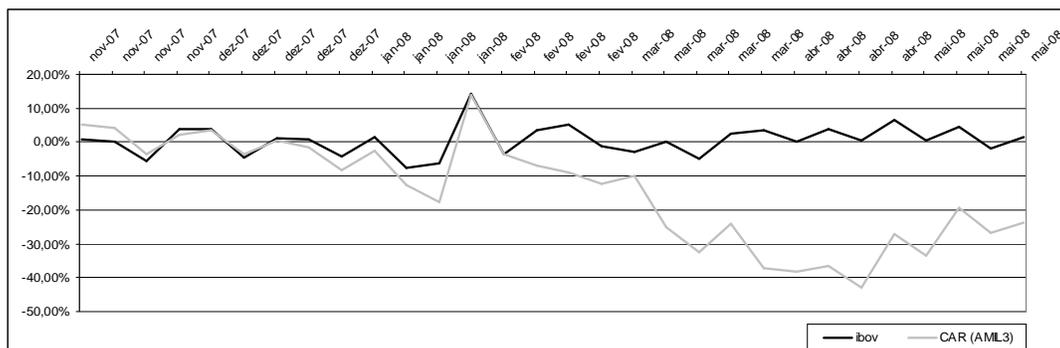
A média de retornos acumulados nesse período do setor é positiva com valor igual a 10,52%, e foi obtida através do cálculo da média simples da coluna CAR da tabela 2. Existem indícios que, quando considerado o índice BOVESPA como referência, a maior parte das empresas do setor ainda apresenta efeitos do *underpricing* trinta semanas após o *IPO*. Os gráficos abaixo são comparativos entre o desempenho do *ibov*, índice BOVESPA, e o retorno anormal (CAR) da ação de cada empresa pesquisada. Foram consideradas as primeiras trinta semanas desde a data do *IPO*.

\*A ação ODVPV3 representou a subvalorização econômica mais relevante e estatisticamente demonstrou valores significativos em 15%.



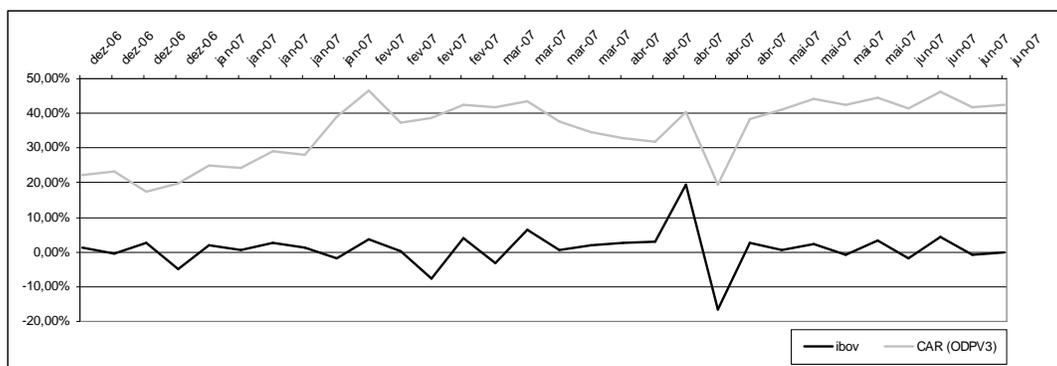
Fonte: Elaborado pelo do autor

Gráfico 1: Comparação do desempenho de IBOV e retornos anormais acumulados do ativo MEDI3



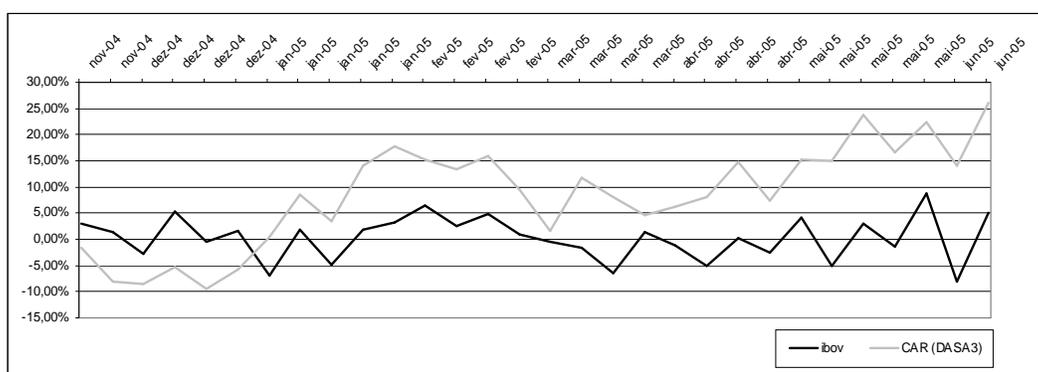
Fonte: Elaborado pelo do autor

Gráfico 2 : Comparação do desempenho de IBOV e retornos anormais acumulados do ativo AMIL3



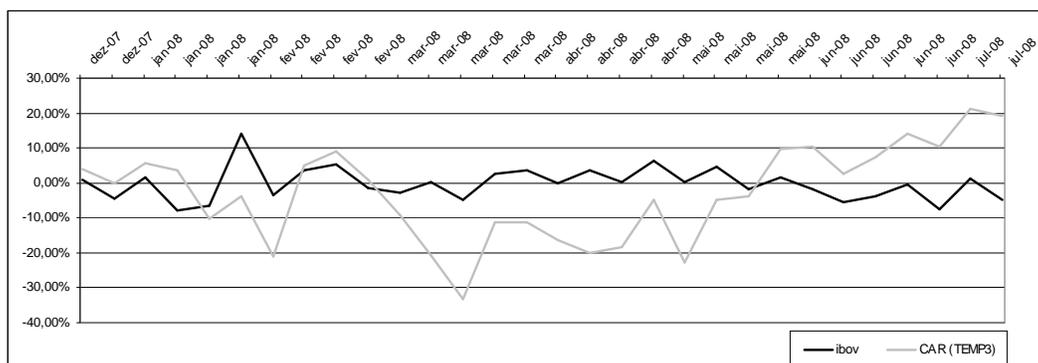
Fonte: Elaborado pelo do autor

Gráfico 3 : Comparação do desempenho de IBOV e retornos anormais acumulados do ativo ODPV3



Fonte: Elaborado pelo do autor

Gráfico 4 : Comparação do desempenho de IBOV e retornos anormais acumulados do ativo DASA3



Fonte: Elaborado pelo do autor

Gráfico 5 : Comparação do desempenho de IBOV e retornos anormais acumulados do ativo TEMP3

O gráfico 3 explicita a curva dos retornos anormais (CAR) do ativo ODPV3, cujo retorno nas trinta semanas foi o maior dentre as empresas pesquisadas. O teste t realizado considerou apenas valores positivos como válidos, portanto gerou-se uma análise unilateral. De acordo com a tabela de Student, para valores maiores que 1,055 o resultado obtido através de trinta observações pode ser considerado relevante estatisticamente com a margem de significância de 15%. Essa referência é também utilizada nos trabalhos de Saito e Maciel (2006).

## 5 CONCLUSÕES

Esse estudo analisou empiricamente a primeira oferta pública de ações de todas as empresas do setor de saúde suplementar com capital aberto na BOVESPA. Verificou-se a presença do fenômeno *underpricing* observado no primeiro dia de negociação e foi investigado o seu efeito no curto prazo. Para o teste estatístico, não foram consideradas referências temporais cruzadas, no entanto, foi realizada a análise individual de cada empresa devido a diferenças entre as datas da abertura de capital e o momento econômico.

Ross (2008) menciona a importância para o administrador financeiro da maximização do valor corrente da empresa atuando de acordo com o interesse dos acionistas. O crescimento citado pelo autor está diretamente relacionado com o valor das ações e seu relacionamento com o mercado. Apesar das altas taxas de retorno observadas por Ross (2008) em casos extremos como a China com retorno inicial de 388%, o *IPO* gera custos, e custos diretos sozinhos podem ser muito altos em emissões pequenas (ROSS, 2008). Somente taxas pagas aos bancos subscritores (*spreads*) podem, segundo o autor, reduzir 7% do valor adquirido com as vendas das ações. As medidas que visam aumentar transparência das empresas procuram corrigir distorções nas informações cedidas ao mercado, o que para muitos autores é uma das causas do *underpricing*. A emissão de ações pode melhorar a relação capital próprio/capital de terceiros no processo de abertura de capital. Traz vantagens adicionais determinadas principalmente no cenário econômico atual de altas taxas de juros e restrições ao crédito de longo prazo.

Segundo Ritter (1991), o período que sucede a abertura de capital explicita a queda do desempenho das ações durante os três primeiros anos. Spiess e Affleck-Graves (1995 *apud* MATSUMOTO e MEDEIROS, 2006), estudaram períodos mais extensos que chegam a cinco anos de desvalorização, considerando que esse fenômeno desafia o conceito do mercado eficiente. Matsumoto e Medeiros (2006) e Ibbotson e Jaffe, (1975 *apud* RITTER, 1991) trazem uma explicação para o fato, na qual os autores mencionam as “janelas de oportunidade” geradas quando o mercado apresenta muitas emissões. Essa explicação requer não somente que os investidores sejam excessivamente otimistas sobre as perspectivas de lucros das empresas emitentes, mas também que os investidores sub-reaçam às informações transmitidas pela emissão. Outros fatores ainda são discutidos no estudo de Saito e Maciel (2006), onde os autores concluem que o efeito *underpricing* mostrou forte correlação positiva com a reputação dos bancos subscritores e negativa com relação a participação de investidores estrangeiros nas negociações, entre os *IPOs* realizados no Brasil no período de janeiro de 1999 a março 2006.

Esse estudo apresenta índices semelhantes aos pesquisados por Saito e Maciel (2006), que analisaram os efeitos da subavaliação no Brasil entre 1999 e 2006. Os autores relatam um *underpricing* médio de 10,4% a partir de 2004 e o retorno acumulado no período de um ano de 12,7% ajustado ao índice BOVESPA. Os resultados encontrados por esses autores compreendem boa parte do período analisado por esse estudo e são considerados relevantes para análise.

A complementação do estudo apresentado deve considerar um período maior de observação à medida que o mercado acumula experiência com relação às empresas do setor. Outros índices de mercado também devem ser considerados como *benchmark*, pois Ritter (1991) mostra em um estudo de referência que os testes que medem o retorno são muito sensíveis ao valor desses índices.

## 6 REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. **Caderno de informação da saúde suplementar: beneficiários, operadoras e planos.** Rio de Janeiro, mar. 2008. Disponível em :<[http://www.ans.gov.br/portal/upload/informacoess/caderno\\_informaca\\_03\\_2008.pdf](http://www.ans.gov.br/portal/upload/informacoess/caderno_informaca_03_2008.pdf)> Acesso em: 15 de abril 2008.

\_\_\_\_\_. **ANS Informação 2006.** Rio de Janeiro, 2006 Disponível em: <[http://www.ans.gov.br/portal/upload/informacoess/DadosSetorl\\_27042006.pdf](http://www.ans.gov.br/portal/upload/informacoess/DadosSetorl_27042006.pdf)> Acesso em: 15 de abril 2008.

AMIL PARTICIPAÇÕES S.A. **Prospecto definitivo de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias de emissão da amil participações S.A.** Disponível em: <[http://www.mzweb.com.br/amilpar/web/arquivos/Amil\\_Prospecto\\_20071025\\_port.pdf](http://www.mzweb.com.br/amilpar/web/arquivos/Amil_Prospecto_20071025_port.pdf)> Acesso em: 13 de março 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro.** 5 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

AZEVEDO, D. **Análise dos retornos anormais no curto prazo das emissões primárias de ações no mercado brasileiro.** São Paulo, 2007. 63fls. (Dissertação - Mestrado Profissionalizante em Macroeconomia e Finanças) São Paulo: IBMEC, 2007.

BOVESPA. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta.** 2006 Disponível em : <<http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>> Acesso em: 20 de setembro 2008

\_\_\_\_\_. **Classificação Setorial das Empresas Listadas na BOVESPA.** 2008a Disponível em:< <http://www.bovespa.com.br/Home/Redirect.asp?end=/Empresas/ClassifSetorial/FormConsultaClaSetorialOqueE.asp>> Acesso em: 13 de março 2008.

\_\_\_\_\_. **Folheto de apresentação do Novo Mercado.** 2008b Disponível em: <[http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_NovoMercado.pdf)> Acesso em: 10 de junho 2008

\_\_\_\_\_. **Índice BOVESPA.** 2008c Disponível em :<<http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaApresentacaoP.asp?indice=Ibovespa>> Acesso em: 9 de setembro 2008

CARNIER, Theo. Após os recordes, trégua para avaliar. **Revista Bovespa.** São Paulo, jan. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/105/IPOs.shtml>> Acesso em: mar. 2008.

CASAGRANDE NETO, H.; CINTRA NETO, M. F.; MAGLIANO FILHO, R. **Mercado de capitais – a saída para o crescimento.** São Paulo: Lazuli, 2002.

CASAGRANDE NETO, Humberto. **Abertura de capital das empresas brasileiras: um enfoque prático.** São Paulo: Atlas ,1985.

DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. **prospecto definitivo de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias de emissão da diagnósticos da américa S.A.** Disponível em: < <http://www.diagnosticosdaamerica.com.br/RI/pdf/04-11-18-Prospecto-Definitivo-Final.pdf> /> Acesso em: 13 de março 2008

FAMA, E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v.25, n.2, p.383-417, dez. 1969.

FERNANDES, E. *et al.* Mercado operador da saúde suplementar. In: Primeiro debate do Fórum de Saúde Suplementar, **Anais... Fórum de Saúde Suplementar**. Rio de Janeiro: ANS, 2003.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1991.

IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Variação de indicadores** Disponível em: < <http://www.ibge.com.br/home/default.php>> Acesso em: 25 de maio 2008.

IBBOTSON, R. G.; JAFFE, J. F. 1975, 'Hot issue' markets. **Journal of Finance**, v.30, p.1027-1042

LOUGHRAN, Tim ; RITTER, Jay R. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? **Review of Financial Studies** . p.413-443, v. 15, 2002.

MATSUMOTO, S. Alberto; MEDEIROS, Ribeiro Otávio de. Emissões públicas de ações, volatilidade e *insider information* na BOVESPA. **R. Contabilidade e Finanças.**, n. 40 p.25-36. Jan./ Abr. São Paulo: USP, 2006.

MOURA, Gilnei Luiz de. *et al.* Organização Estratégica e Educação Cooperativa. In: Enanpad, 2006. **Anais... Enanpad Salvador :2006**.

MEDIAL S.A. **Prospecto definitivo de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias de emissão da medial saúde S.A.** Disponível em :< [http://ri.medialsaude.com.br/ptb/42/Prospecto\\_Definitivo.pdf](http://ri.medialsaude.com.br/ptb/42/Prospecto_Definitivo.pdf) /> Acesso em: 15 de março 2008

MYERS, Stewart ; MAJLUF, Nicholal S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have, **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, jun. , p. 187-221, 1984.

OCKÉ-REIS, Carlos Octávio. **Challenges of the private health plans regulation in Brazil**. Rio de Janeiro: IPEA, mar. 2004. Disponível em: < [http://www.ans.gov.br/porta1/upload/biblioteca/Artigo\\_Challenges.pdf](http://www.ans.gov.br/porta1/upload/biblioteca/Artigo_Challenges.pdf)> Acesso em: 15 de abril 2008.

ODONTOPREV S.A. **Prospecto definitivo de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias de emissão da odontoprev S.A.** Disponível em: <<http://www.itaubba.com.br/arquivos/portugues/pdf/prospectos/Oferta%20de%20Ações%20a%20Odontoprev%20-%20Prospecto%20Definitivo.pdf>> Acesso em: 15 de março 2008

PORTER, Michael E., TEISBERG, Elizabeth Olmsted. **Repensando a saúde : estratégias para melhorar a qualidade e reduzir os custos**. Tradução: Cristina Bazan. - Porto Alegre : Bookman, 2007.

REBOUÇAS,Lúcia. Captação de recursos é recorde histórico. **Gazeta Mercantil** jul. 2007 Disponível em: < <http://indexet.gazetamercantil.com.br/v2/client/modules/>

search/search\_side\_right.php?id=Mzk3fDF8MjAwNy0wNy0wNSAwMDoyNDoxN3w=>  
Acesso em: 16 de março 2008.

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

ROGERS, Pablo *et al.* Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil. In: Enanpad, 2006, Salvador. **Anais ... Enanpad 2006**

ROSS, Stephen A. Princípios de **Administração Financiera**; tradução Andrea Maria Accioly Minardi. – 2 ed. São Paulo:Atlas, 2008.

SAITO, Richard; LEAL, Ricardo P. C. Finanças corporativas no Brasil. **RAE-eletrônica**, v. 2, n. 2, jul-dez/2003.

SAITO, Richard; MACIEL, Luiz Paulo. Underpricing of Brazilian *IPOs*: Empirical Evidence from 1999 to 2005. In: Enanpad, 2006, Salvador. **Anais ... Enanpad 2006**.

SCHIOZER, R. F. ; SAITO, R. ; SAITO, C. C. . Situação Financeira e Satisfação do Consumidor das Operadoras de Saúde Suplementar no Brasil. In: Enanpad, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Enanpad 2007, p. 1-15.

SILVA, Edna Lúcia da. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação** – 3. ed. rev. atual.– Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD.

TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A. **Prospecto preliminar da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Tempo Participações S.A.**  
Disponível em : < [http://www.mzweb.com.br/tempo/web/arquivos/Tempo\\_prospecto\\_20071218\\_port.pdf](http://www.mzweb.com.br/tempo/web/arquivos/Tempo_prospecto_20071218_port.pdf) > Acesso em: 16 de março 2008.

VIEIRA M.M.F. ; VILARINHO P.F. O Campo da Saúde Suplementar no Brasil - **RCA, Revista Ciências da Administração**, v.6, n. 11, p. 09-34, jan/jul. 2004

VILARINHO, P. F. **A formação do campo da saúde suplementar no Brasil**. Rio de Janeiro: (Dissertação de mestrado) - Ebape, Fundação Getulio Vargas – FGV. 2003.  
Disponível em: < [http://www.ans.gov.br/portal/upload/biblioteca/O %20Campo%20da%20Sa%C3%BAde%20Suplementar%20no%20Brasil%20-%20Marcelo%20Milano%20Falc%C3%A3o%20Vieira%20e%20Paulo%20Ferreira%20Vilarinho.pdf](http://www.ans.gov.br/portal/upload/biblioteca/O%20Campo%20da%20Sa%C3%BAde%20Suplementar%20no%20Brasil%20-%20Marcelo%20Milano%20Falc%C3%A3o%20Vieira%20e%20Paulo%20Ferreira%20Vilarinho.pdf) > Acesso em: 15 de março 2008.

WAHL, Jorge. Medial capitaliza-se no mercado acionário. **Revista Bovespa** São Paulo, jan. 2007. Disponível em:< <http://www.bovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/101/Empresas.shtml> > Acesso em: 5 de março 2008.