



**JOÃO PAULO ALBUQUERQUE KALIL**

**IMPACTOS DA OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES NO  
DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE EMPRESAS  
BRASILEIRAS NA BM&FBOVESPA**

**LAVRAS – MG**

**2017**

**JOÃO PAULO ALBUQUERQUE KALIL**

**IMPACTOS DA OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES NO DESEMPENHO E-  
CONÔMICO-FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós Graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Mestre.

**Prof. Dr. Gideon Carvalho de Benedicto**  
**Orientador**

**LAVRAS – MG**  
**2017**

Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração de Ficha Catalográfica da Biblioteca  
Universitária da UFLA, com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

Kalil, João Paulo Albuquerque.

Impactos da Oferta Pública Inicial de Ações no Desempenho  
Econômico-Financeiro de Empresas Brasileiras na  
BM&FBOVESPA / João Paulo Albuquerque Kalil. - 2017.

102 p. : il.

Orientador(a): Gideon Carvalho de Benedicto.

Dissertação (mestrado acadêmico) - Universidade Federal de  
Lavras, 2017.

Bibliografia.

1. Decisões de Financiamento. 2. Mercado de Capitais e IPO. 3.  
Desempenho de Empresas. I. Benedicto, Gideon Carvalho de. . II.  
Título.

**JOÃO PAULO ALBUQUERQUE KALIL**

**IMPACTOS DA OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES NO DESEMPENHO E-  
CONÔMICO-FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS NA BM&FBOVESPA**

**IMPACTS OF THE INITIAL PUBLIC OFFER OF SHARES IN THE ECONOMIC  
AND FINANCIAL PERFORMANCE OF BRAZILIAN COMPANIES AT  
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós Graduação em Administração, área de concentração em Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a obtenção do título de Mestre.

APROVADA em 25 de Abril de 2017

**Dr. Renato Silvério Campos      UFLA**  
**Dr. Fabrício Molica de Mendonça UFSJ**  
**Dr. Francisval de Melo Carvalho UFLA**

**Dr. Gideon Carvalho de Benedicto**  
**Orientador**

**LAVRAS – MG**  
**2017**

À minha mãe Maria das Graças Albuquerque Kalil (*in memoriam*) pela  
dedicação, pelo amor e apoio em toda minha vida.

Ao meu pai João Kalil pelo exemplo de vida, esforço, amor e compa-  
nheiro em todas as horas.

A minha irmã pela amizade, carinho e união.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus pela vida.

Agradeço à Universidade Federal de Lavras, especialmente o Departamento de Administração e Economia pela oportunidade de crescimento.

Agradeço especialmente o professor Dr. Gideon Carvalho de Benedicto, pela orientação, ensinamentos, atenção, paciência e disposição em ajudar em todas as etapas do mestrado.

Agradeço ao professor Dr. Renato Silvério Campos por todo apoio e atenção por ajudar a sanar todas as dúvidas demandadas.

Aos professores Dr. Francisval de Melo Carvalho e Dr. Fábriço Molica de Mendonça pelo apoio, participação na banca e contribuições para melhorias da dissertação.

Agradeço a todos os professores do PPGA pelos ensinamentos em suas aulas.

A todos os funcionários do Departamento de Administração e Economia da UFLA, em especial o professor Luiz Marcelo Antonialli, a Deila e a secretaria do PPGA, pela ajuda nas demandas burocráticas do curso.

A todos os colegas de mestrado, doutorado e a todos os colegas do grupo de estudos GEINI pela amizade e contribuições. Em especial aos amigos e colegas mestrandos e doutorandos Leandro, Saulo, Oscar (Baiano), Janderson, Matheus, José Willer, Júlia e Douglas, pela amizade e contribuições.

Agradeço a Nina pela amizade e companheirismo em todas as horas.

Aos meus pais João Kalil e Maria das Graças Albuquerque e minha irmã Ana Luiza, pelo amor, amizade, orientação e todo apoio que deram em minha vida, principalmente nos estudos e realização do mestrado.

*O investimento em conhecimento é aquele que traz maiores retornos*  
*(Benjamin Franklin, 1706-1790)*

## RESUMO

O presente trabalho objetivou discutir os impactos do IPO no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. Esses impactos foram analisados em termos de: (i) crescimento das vendas, medido pela variável receita líquida de vendas; (ii) rentabilidade dos ativos, medido pelo indicador ROA; (iii) rentabilidade do patrimônio líquido, medido pelo indicador ROE; e (iv) lucratividade das vendas, medida pelo indicador margem líquida. Para realização dessas análises, foi utilizada uma base de dados das empresas que realizaram IPO no período de 2008 a 2013, bem como foram levantados os relatórios financeiros dessas empresas no período em análise. Período este, posterior à crise financeira internacional dos *subprimes* iniciada em 2007. Para tanto, o referencial teórico deste trabalho apresentou fundamentos teóricos e informações advindas de pesquisadores e instituições referendadas compreendendo temas relativos às decisões de financiamento e estrutura de capital; mercado de capitais; a oferta pública inicial de ações, bolsa de valores; desempenho econômico-financeiro de empresas por meio de indicadores e por fim, pesquisas antecedentes sobre desempenho econômico-financeiro de empresas que fizeram IPO em bolsa de valores. A metodologia trata de pesquisa explicativa e quantitativa, pois teve o objetivo de explicar o desempenho das empresas por meio de modelagem matemática aplicada às finanças. As demonstrações financeiras foram coletadas por meio dos relatórios financeiros disponíveis no site de cada empresa e também pelo site da BM&FBOVESPA. A amostra final contemplou 28 empresas de diversos tamanhos e setores. Foi utilizada metodologia de análise multivariada de dados em painel por meio de modelos de regressão linear múltipla. Foram utilizados modelos de regressão para o crescimento das vendas, para a rentabilidade dos ativos e patrimônio líquido e para a lucratividade das vendas. Com base nessa discussão, os resultados encontrados sugerem que a realização do IPO gerou impacto positivo no crescimento das receitas líquidas de vendas e na lucratividade medida pela margem líquida. Por outro lado, o IPO resultou em impacto negativo no desempenho das empresas em termos de rentabilidade dos ativos e patrimônio líquido.

Palavras-Chave: Decisões de financiamento. Mercado de Capitais. IPO. Desempenho de empresas.



## ABSTRACT

This paper aimed to discuss the impacts of the IPO on the economic and financial performance of Brazilian companies listed on the BM&FBOVESPA. These impacts were analyzed about: (i) sales growth, measured by the variable net sales revenue; (ii) profitability of assets, measured by the ROA indicator; (iii) return on shareholders' equity, measured by the ROE indicator; and (iv) sales profitability, measured by the net margin indicator. In order to carry out these analyzes, it was used a database of the companies that carried out the IPO in the period from 2008 to 2013, as well as were used the financial reports of these companies during the period under analysis. This period was after the international financial crisis of the *subprimes* that began in 2007. Thus, the theoretical framework of this paper presented theoretical foundations and information from endorsed researchers and institutions that understand the topics related to financing decisions and capital structure; capital market; the initial public offering of shares, stock exchange; economic-financial performance of companies through indicators and, lastly, previous research on the economic-financial performance of companies that performed IPOs on the stock exchange. The methodology deals with explanatory and quantitative research, since it had the objective of explaining the performance of companies through mathematical modeling applied to finance. The financial statements were collected through the financial reports available on each company's website and also on the BM&FBOVESPA website. The final sample included 28 companies of different sizes and sectors. It was used the multivariate analysis methodology for panel data via multiple linear regression models. Regression models were used for sales growth, profitability of assets and shareholders' equity and profitability of sales. Based on this discussion, the results suggest that the IPO generated a positive impact on the growth of net sales revenues and on profitability, measured by the net margin. On the other hand, the IPO resulted in a negative impact on the companies' performance in terms of profitability of assets and shareholders' equity.

Keywords: Financing decisions. Capital market. IPO. Performance of companies

## LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS

Figura 1 – Fontes de Financiamento para as Empresas.....	19
Gráfico 1 – Companhias Listadas na BM&FBOVESPA .....	40
Gráfico 2 – Média Geral do Endividamento Geral.....	77
Gráfico 3 – Tipo de Endividamento .....	78
Gráfico 4 – Média Geral das Receitas Líquidas de Vendas (RLV).....	79
Gráfico 5 – Evolução Média da RLV e Ativos Totais .....	81
Gráfico 6 – Média Geral do ROA .....	83
Gráfico 7 – Dispersão das observações do ROA em painel .....	84
Gráfico 8 – Média Geral do ROE.....	85
Gráfico 9 – Dispersão das observações do ROE em painel .....	86
Gráfico 10 – Média Geral da Margem Líquida (ML) .....	88
Gráfico 11 – Dispersão das observações da Margem Líquida em painel.....	89
Gráfico 12 – Comparativo: medidas de Crescimento, Rentabilidade e Lucratividade ...	90

## LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Participantes do Mercado de Capitais .....	30
Quadro 2 – Principais Bolsas de Valores no Mundo.....	38
Quadro 3 – Vantagens e Desvantagens do IPO.....	43
Quadro 4 – Estudos antecedentes do desempenho operacional dos IPOs’.....	61
Quadro 5 – População amostral final .....	66
Quadro 6 – Variáveis Dependentes .....	72
Quadro 7 – Resultados das hipóteses da pesquisa.....	91
Tabela 1 – Taxa de Fiscalização da CVM – Lei 7940/89 .....	50
Tabela 2 – Volume arrecadado na oferta primária (IPO) – 2008 a 2013 .....	68
Tabela 3 – Estatísticas descritivas das principais variáveis em painel .....	75
Tabela 4 – Resultado 1 do Modelo de Crescimento.....	80
Tabela 5 – Resultado 2 do Modelo de Crescimento.....	82
Tabela 6 – Resultados do Modelo ROA.....	84
Tabela 7 – Resultados do Modelo ROE .....	86
Tabela 8 – Resultados do Modelo Margem Líquida .....	89

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
1.1	Contextualização e problema da pesquisa .....	13
1.2	Objetivos gerais e específicos.....	15
1.3	Justificativa da pesquisa .....	15
1.4	Estrutura do Trabalho .....	17
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>18</b>
2.1	Decisões de Financiamento .....	18
2.1.1	Fontes de Financiamento Externas .....	20
2.1.1.1	Empréstimos e Financiamentos Bancários .....	20
2.1.1.2	Debêntures .....	21
2.1.2	Fontes de Financiamento Internas .....	22
2.1.2.1	Ações e Direitos .....	23
2.1.2.1.1	Características das Ações .....	23
2.2	Fundamentos do Mercado de capitais .....	25
2.2.1	Mercado de Capitais: desenvolvimento econômico e financiamento .....	25
2.2.2	Funcionamento do mercado de capitais.....	29
2.2.2.1	Participantes .....	30
2.2.2.2	Mercado primário .....	32
2.2.2.3	<i>Underwriting e Bookbuilding</i> .....	33
2.2.2.4	Mercado Secundário .....	35
2.3	Bolsa de Valores .....	36
2.3.1	Bolsa de Valores no Brasil .....	39
2.4	Oferta Pública Inicial de Ações – IPO.....	41
2.4.1	Vantagens e Desvantagens do IPO .....	43
2.4.2	Processo de abertura de capital.....	44
2.4.3	IPO no Brasil .....	45
2.4.4	Custos de abertura de capital .....	48
2.5	Desempenho das empresas .....	50
2.5.1	Indicadores Econômico-Financeiros Estudados.....	51
2.6	Estudos antecedentes sobre IPO .....	55
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA DA PESQUISA.....</b>	<b>64</b>

3.1	Tipo de pesquisa .....	64
3.2	Objeto de estudo e amostragem.....	65
3.3	Técnicas e instrumentos de coleta de dados .....	68
3.4	Tratamento, análise e interpretação dos dados .....	69
3.5	Definição das variáveis.....	71
<b>4</b>	<b>RESULTADOS E DISCUSSÕES .....</b>	<b>75</b>
4.1	Estatísticas Descritivas .....	75
4.2	Resultados do Modelo de Crescimento .....	78
4.3	Resultados do Modelo de Rentabilidade .....	83
4.4	Resultados do Modelo de Lucratividade .....	88
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>92</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>95</b>
	<b>APÊNDICE .....</b>	<b>101</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A introdução aborda os principais aspectos dessa pesquisa nos quais compreende: (i) contextualização do tema e problema da pesquisa; (ii) os objetivos gerais e específicos; (iii) as justificativas e (iv) a estrutura do trabalho.

### 1.1 Contextualização e problema da pesquisa

A decisão sobre a composição do capital da empresa é importante no mundo das finanças. A estrutura de capital, com definição do volume de capital próprio e de terceiros na empresa, deve ser analisada e tratada com cuidado pelos gestores uma vez que esse capital é investido nas operações e ativos com objetivo de oferecer bens e serviços para determinado mercado.

Muitas empresas têm objetivos diferentes. Objetivos focando crescimento, seja por vendas ou por aumento de ativos, aumento na participação de mercado (*market share*), fusões e aquisições, objetivos focando a rentabilidade e eficiência, no desenvolvimento de novos produtos e marcas, entre outros. Para o alcance desses objetivos, com base em estratégias, as empresas necessitam de recursos financeiros. Esses recursos podem advir tanto de capital próprio (fontes de financiamento internas) quanto de capital de terceiros (fontes de financiamento externas).

A empresa pode adquirir capital de terceiros por meio de empréstimos e financiamentos, fazer aporte de capital por meio dos sócios atuais ou, ainda, abrir o capital em bolsa de valores negociando ações preferenciais e/ou ordinárias. Abrir o capital pela primeira vez em bolsa de valores significa realizar uma oferta pública inicial de ações ou o termo em inglês “IPO” (*Initial Public Offering*).

Acredita-se que com o IPO, as empresas têm mais acesso a recursos financeiros e conseguem expandir suas vendas e mercados. O aumento das vendas pode impactar positivamente a lucratividade, medida pelo indicador “margem líquida” e a rentabilidade, medida pelos indicadores de retorno dos ativos (ROA) e do retorno do patrimônio líquido (ROE) que aumenta depois da realização do IPO.

Além dos impactos econômico-financeiros, – crescimento das vendas, margem líquida, participação no patrimônio líquido em relação ao ativo total, retorno dos ativos, rentabilidade do patrimônio líquido, no tamanho, entre outros - realizar um IPO pode mudar a

estrutura de controle na empresa, impactar o clima e a cultura organizacional e trazer vantagens e desvantagens.

Percebe-se então que, por um lado, a captação de recurso por meio do IPO é uma opção de baixo custo para aproveitar *market timing* (momento do mercado), reequilibrar a estrutura de capital, realizar fusões, conseguir crescer, etc. Por outro lado, pode trazer riscos, exigências de cumprimento de normas e impactos negativos nos indicadores da empresa. Por isso, a estratégia de realizar uma oferta pública inicial para captar recursos não é uma decisão simples e requer muitos estudos antes de realizá-la.

Apesar da importância do assunto para as empresas e para os agentes envolvidos (empresas, gestores, investidores, pesquisadores, concorrentes, entre outros), há uma escassez de literatura que aborda o tema sobre causas e efeitos do IPO, bem como o seu impacto no desempenho econômico das empresas. Na literatura internacional destacam os trabalhos de Jain e Kini (1994), Kurshed, Paleari e Vismara (2003), Mikkelson, Partch e Shah (1997), Wong (2012) e na literatura nacional destacam-se os trabalhos de Biral (2010), Bossolani (2009), Wardil (2009) e Zilio (2012).

No geral, esses trabalhos têm analisado o desempenho de empresas em termos de vendas, rentabilidade e endividamento antes e após IPO. Muitos dos resultados obtidos revelam declínio no desempenho das empresas, enquanto outros não verificam diferenças significativas. Assim, cabe a seguinte indagação: Quais os impactos da Oferta Pública Inicial de Ações (IPO) no desempenho econômico e financeiro das empresas?

Assim, o tema dessa pesquisa, considerando tal cenário, envolve um estudo abrangendo empresas no Brasil que recentemente optaram pela realização de IPO na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2013.

As ofertas públicas iniciais desempenham um papel crucial na alocação de recursos nos mercados de capitais emergentes. Empresas de países emergentes têm acessado esses recursos cada vez mais, pois acreditam que podem crescer mais rápido (KIM; KITSABUNNARAT; NOFSINGER, 2004).

A análise do desempenho econômico-financeiro das empresas também é um aspecto muito importante por que não só traz informações para as empresas e seus gestores, mas para o público interessado em geral, como investidores, pesquisadores, concorrentes, entre outros.

O desempenho econômico-financeiro antes e após IPO tem sido objeto de estudo de pesquisadores internacionais e recentemente nacionais. Esses trabalhos têm analisado o desempenho de empresas em termos de vendas, rentabilidade e endividamento antes e após IPO.

Muitos dos resultados obtidos revelam declínio no desempenho das empresas, enquanto outros não verificam diferenças significativas.

Do exposto, espera-se que este trabalho possa contribuir para a discussão da abertura de capital de empresas na bolsa de valores no Brasil. Para tanto, tenta responder à seguinte questão da pesquisa: Quais os impactos da Oferta Pública Inicial de Ações (IPO) no desempenho econômico e financeiro das empresas?

## **1.2 Objetivos gerais e específicos**

Este trabalho tem como objetivo principal avaliar o impacto da Oferta Pública Inicial de Ações (IPO) no crescimento, lucratividade, rentabilidade e desempenho econômico-financeiro das empresas na BM&FBOVESPA, no período de 2008 a 2013, de modo a contribuir para as tomadas de decisões em relação à abertura de capital e aos investimentos em empresas listadas em bolsa de valores.

Essas contribuições podem auxiliar os gestores quanto à tomada de decisão de realizar IPO e para os investidores auxiliando na tomada de decisões de investimento de empresas recém-listadas em bolsa de valores.

Os objetivos específicos são:

- I. Identificar as empresas brasileiras que realizaram IPO no período de 2008 a 2013, bem como levantar seus relatórios financeiros no período.
- II. Identificar os impactos dos IPO's nas empresas brasileiras, no crescimento das vendas.
- III. Avaliar os impactos dos IPO's na lucratividade das empresas.
- IV. Avaliar o impacto dos IPO's na rentabilidade das empresas que optaram por essa estratégia.

## **1.3 Justificativas da pesquisa**

A realização de Oferta Pública Inicial de Ações é uma das mais importantes decisões de financiamento de uma empresa, pois não só afeta a estrutura de capital como impacta em vários outros aspectos como o mercadológico e cultural das organizações. Além disso, a empresa passa a ser listada em bolsa de valores, ficando exposta aos olhos dos investidores e



público interessado. Portanto, esse tema requer maior atenção e estudos por parte da academia e pesquisadores em geral.

O desempenho econômico e financeiro das empresas também é um tema que demanda muitos estudos pela importância no mundo das finanças corporativas não só para as empresas, governo e investidores, mas também para a economia como um todo.

O mercado de capitais brasileiro possui uma quantidade pequena de empresas listadas na BM&FBOVESPA em comparação a outros países emergentes, como Índia e China, sendo necessários maior atenção e estudos abrangendo o mercado de capitais e oferta pública inicial de ações em países emergentes como o Brasil.

Outro fato é que no Brasil, além de recentes, são poucas as pesquisas sobre o impacto do IPO no desempenho das empresas como nos estudos de Bossolani (2009), Wardil (2009) e Zilio (2012). Segundo Zilio (2012), no Brasil a pesquisa sobre IPO é escassa e limitada a investigações de natureza descritiva.

A pesquisa é importante e pode trazer contribuições para o mercado de capitais, para investidores, empresas de capital aberto e fechado, gestores de empresas e pesquisadores.

A contribuição ao mercado de capitais é pelo fato de ser mais uma pesquisa sobre o tema “IPO”, aumentando o acervo de trabalhos sobre o impacto do IPO no desempenho das empresas no Brasil, contribuindo com novos resultados e informações atualizadas.

Nas perspectivas dos gestores de empresas e investidores no mercado de ações, a contribuição se dá pelo fato do trabalho investigar o desempenho das empresas antes e depois do IPO fornecendo informações dos seus impactos sobre determinadas variáveis como vendas, retornos dos ativos, rentabilidade das vendas e lucratividade. Essas contribuições podem auxiliar os gestores quanto à tomada de decisão de realizar IPO e os investidores, auxiliando na tomada de decisões de investimento de empresas recém-listadas em bolsa de valores.

A contribuição para empresas de capital fechado consiste em informações referentes ao mercado de capitais e ao IPO, como os custos de abertura de capital envolvidos, vantagens e desvantagens do IPO e impactos do IPO sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas. A pesquisa pode auxiliar as empresas quanto à forma de financiamento dos seus projetos, fornecendo conhecimentos sobre IPO de diversos pesquisadores e instituições referendadas, além de informações obtidas nos resultados dessa pesquisa.

A presente pesquisa também está relacionada com os trabalhos de autores como Bossolani (2009), Jain e Kini (1994), Kurshed, Paleari e Vismara (2003), Mikkelson, Partch e Shah (1997), Pagano, Panetta e Zingales (1998), Wardil (2009), Wong (2012) e Zilio (2012).

A maioria das pesquisas sobre desempenho antes e após IPO tem estudado o endividamento e em termos de rentabilidade do retorno dos ativos e do patrimônio líquido. Pouco se tem pesquisado sobre a lucratividade das vendas em termos de margem líquida. Este estudo abrange tanto os impactos do IPO no crescimento por meio das vendas, na rentabilidade dos ativos e patrimônio líquido e na lucratividade das vendas utilizando a margem líquida.

Por fim, o mercado de capitais é importante para o desenvolvimento e crescimento das empresas e economia de um país. É um tema relevante nas finanças e precisa ser difundido mais ainda na cultura do empresariado e de investidores brasileiros.

#### **1.4 Estrutura do trabalho**

Este estudo se encontra dividido em cinco capítulos. O primeiro capítulo trata da introdução, de forma a mencionar os objetivos, as justificativas e estrutura da pesquisa.

O capítulo seguinte trata dos referenciais teóricos que serviram de base para a pesquisa. Os principais tópicos estudados compreendem as decisões de financiamento, fundamentos do mercado de capitais, bolsa de valores, IPO e desempenho econômico e financeiro das empresas.

A metodologia é discutida no terceiro capítulo especificando o tipo de pesquisa, objeto de estudo e amostragem, técnicas e instrumentos de coleta de dados, aborda também o tratamento, análise e interpretação dos dados além das variáveis utilizadas na pesquisa.

O quarto capítulo compreende os resultados encontrados. No quinto capítulo são apresentadas as principais conclusões e discussões da pesquisa. Por fim, são apresentadas as referências.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção apresenta os principais aspectos teóricos deste estudo. Para tanto, o referencial teórico está estruturado de forma a conduzir o estudo na busca dos objetivos propostos. Primeiramente, é importante mencionar sobre as decisões e fontes de financiamento, sendo que o IPO é uma alternativa de financiamento para as empresas.

Em referência ao IPO, também se faz necessária uma análise do benefício e importância do mercado de capitais para as empresas, especialmente em relação ao financiamento desse mercado. Adiante é abordado o funcionamento do mercado de capitais e das ofertas públicas iniciais, fornecendo ao estudo informações úteis de pesquisadores e instituições referenciadas.

Também é tratado sobre o desempenho das empresas, em que são abordados os indicadores econômico-financeiros utilizados como variáveis para os modelos econométricos propostos na metodologia desse estudo.

Por fim, são apresentados estudos antecedentes de pesquisadores nacionais e internacionais em relação ao desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram IPO.

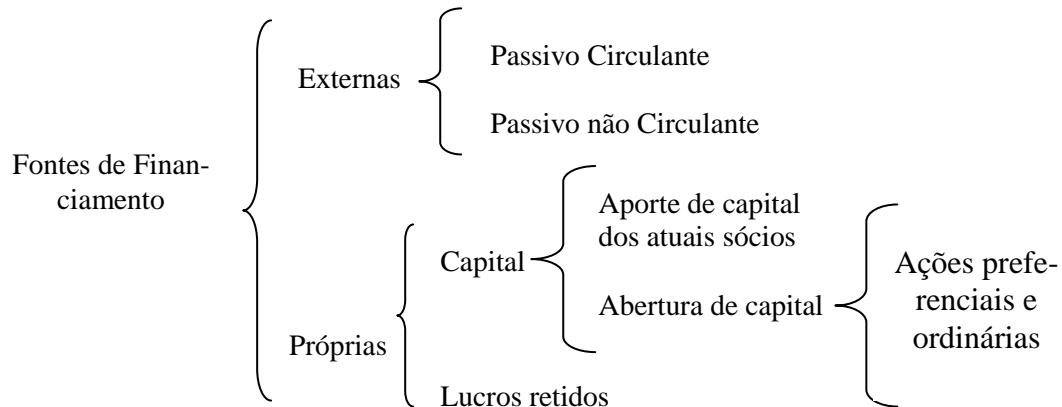
### 2.1 Decisões de Financiamento

Para Braga (1989), as decisões de financiamento visam montar a estrutura financeira mais adequada às operações e aos novos projetos a serem implantados na empresa. Essas decisões de financiamento referem-se à composição das fontes de recursos. Esses recursos têm duas categorias: capital próprio e de terceiros.

Segundo Gropelli e Nikbakht (2010), a estrutura de capital é a composição do financiamento de uma empresa. Compreende o lado direito do Balanço Patrimonial (BP) indicando as principais fontes de fundos obtidos por financiamento.

Segundo Assaf Neto (2010), Damodaran (2004), Gitman (2004) e Pinheiro (2007), as fontes de financiamento de uma empresa são externas e próprias. As fontes externas compreendem passivo circulante e passivo não circulante. As fontes internas compreendem capital e lucros retidos. Contudo, os atuais sócios podem fazer aporte de capital. Por outro lado, também podem abrir o capital distribuindo ações preferenciais e/ou ordinárias. A figura a seguir demonstra as fontes de financiamento para as empresas:

Figura 1 - Fontes de financiamento para as empresas.



Fonte: Adaptado de Pinheiro (2007).

Para Da Silva (2013), o passivo circulante compreende as obrigações vencíveis no exercício social seguinte. As obrigações mais frequentes envolvem os fornecedores, impostos, duplicatas a pagar e taxas a recolher. O passivo não circulante são as obrigações em longo prazo, caracterizadas por terem seus vencimentos após o término do exercício seguinte, isto é, num prazo superior a um ano. Os financiamentos são obrigações de longo prazo mais frequentes. São obtidos pelas empresas com a finalidade de financiarem bens do ativo imobilizado. As principais contas do passivo não circulante compreendem os financiamentos, títulos a pagar, entre outros.

Portanto, o capital de terceiros inclui todas as fontes de recursos de longo prazo contraídos pela empresa, incluindo obrigações emitidas. Essa captação de recursos por meio de fontes externas aumenta o nível de endividamento e, conseqüentemente, reduz a capacidade da empresa de reobtmê-los (GITMAN, 2004; PINHEIRO, 2007).

Já o Patrimônio Líquido (PL) representa as fontes de capital próprio da empresa. Para Ehrhardt e Brigham (2014) o PL é a soma do capital social mais os lucros retidos. De acordo com Da Silva (2013) e Matarazzo (2010), o PL corresponde à diferença entre o ativo total e as dívidas. Representa os recursos dos acionistas formados por capital. As principais contas do PL compreendem o capital social, reservas de capital, reservas de lucros, ações em tesouraria e prejuízos acumulados.

Um dos índices mais importantes relacionado com a estrutura de capital é o indicador de endividamento. Segundo Groppelli e Nikbakht (2010), este indicador mostra a proporção entre as dívidas e o patrimônio em ações emitidos pela empresa.

Segundo Braga (1989), os recursos próprios envolvem um custo implícito que corresponde à expectativa de lucro dos acionistas. Deste modo, os recursos adicionais oferecidos pelos acionistas por meio de novas integralizações de capital e os lucros reinvestidos compreendem um custo de oportunidade.

### **2.1.1 Fontes de Financiamento Externas**

As fontes de financiamento externas abordadas compreendem: (i) os empréstimos e financiamentos bancários e (ii) as debêntures.

#### **2.1.1.1 Empréstimos e Financiamentos Bancários**

Os empréstimos bancários são operações de intermediação financeira, nos quais os bancos captam recursos junto ao público e, com os recursos captados, realizam empréstimos e financiamento ao público. Nos empréstimos e financiamentos bancários, os bancos realizam empréstimos para as empresas estabelecendo limites de créditos, determinando a quantia máxima que o banco está disposto a emprestar (ROSS et al., 2015).

Ross et al. (2015) ainda ressaltam que os empréstimos bancários compreendem contratos entre pessoas jurídicas e/ou físicas com um banco (instituição financeira), que fornece recursos financeiros ao tomador para restituição em valor único em uma data futura (vencimento) ou para restituição em parcelas intermediárias até o vencimento.

De acordo com Padoveze (2012), as melhores taxas de financiamento são oferecidas pelos bancos de desenvolvimento ligados a órgãos governamentais ou de fomento, como o Banco Mundial e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Pinheiro (2007, p. 124) ressalta que se deve considerar o risco de cobertura de capital de terceiros na seguinte observação:

O lucro operacional da empresa pode ser comparado como um bolo a ser dividido entre três agentes econômicos famintos: (i) o governo, (ii) proprietários, e (iii) credores. Quando a empresa não produz o lucro operacional, o governo não poderá tributá-lo e os proprietários não terão o que receber, mas os credores têm de ser pagos. Mas de onde virá o recurso para honrar os compromissos com os credores? Provavelmente do capital de giro e isso pode levar a empresa a uma crise de liquidez que, se não solucionada rapidamente, provocará uma falência lenta e agonizante da mesma.

Para Brealey, Myers e Allen (2013), a combinação de financiamento por capitais próprios ou por endividamento varia amplamente entre os setores de atividades e entre as empresas em si e, no caso de algumas organizações, essas proporções variam ao longo do tempo.

Por fim, segundo Groppelli e Nikbakht (2010), quanto mais dívidas uma empresa tiver em sua estrutura de capital, maior seu risco financeiro, ou seja, em mais custos fixos financeiros ela incorre.

### **2.1.1.2 Debêntures**

Conforme Padoveze (2012) e Ross et al. (2015) outra fonte de captação é a emissão de títulos. É uma das formas mais antigas de captação de recursos por meio de títulos de debêntures. A debênture é um título de dívida, de médio e longo prazo, que as empresas utilizam para captar recursos pagando juros e prêmios estipulados em escritura registrada. Em regra geral, confere a seu detentor um direito de crédito contra a companhia emissora. Quem investe em debêntures se torna credor dessas companhias. As debêntures não deixam de ser um financiamento ou empréstimo, tomado junto ao público, não caracterizando como financiamento bancário.

Para a Ehrhardt e Brigham (2014) os títulos corporativos possuem algumas características contratuais compreendendo o valor nominal do título, taxa de juros, data de vencimento e cláusulas de resgate.

Segundo a BM&FBOVESPA (2016a), a emissão de debêntures é uma alternativa aos financiamentos bancários, possibilitando o alongamento dos passivos da empresa e abrindo um amplo espectro de investidores potenciais, tanto no Brasil quanto no exterior. Da Silva (2013) e Ehrhardt e Brigham (2014), complementam que as debêntures podem ser conversíveis em um número fixo de ações no final do período.

De acordo com a Lei nº 6.404 das S/A de 15 de dezembro de 1976, em seu artigo 58, a debênture poderá ter garantia real ou flutuante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia (BRASIL, 1976b).

Contudo, Ehrhardt e Brigham (2014) alertam para o fato dos títulos corporativos estarem expostos ao risco de inadimplência (risco de crédito). No caso, se a empresa emissora tiver problemas, talvez não seja capaz de realizar os pagamentos prometidos de juros e principal. Quanto maior o risco de crédito, maior a taxa de juros.

### 2.1.2 Fontes de Financiamento Internas

O capital próprio é representado pelos fundos de longo prazo proporcionados pelos proprietários da empresa. As fontes de capital próprio melhoram o nível de endividamento e possibilitam melhores obtenções de recursos. Como consequência, melhoram os indicadores econômico-financeiros da empresa (GITMAN, 2004; PINHEIRO, 2007).

As fontes de capital próprio são representadas pelas contas do PL. De acordo com Matarazzo (2010), as principais contas do PL são: (i) capital social, (ii) reservas de capital, (iii) reservas de lucros, (iv) ações em tesouraria, (v) lucros acumulados, (vi) e prejuízos acumulados.

Segundo Braga (1989), Da Silva (2013) e Matarazzo (2010), o capital social compreende a integralização do capital inicial por meio dos acionistas ou sócios, aumentos de capital decorrentes de novos aportes de capital sob a forma de dinheiro ou bens, e os aumentos por transferências das contas de reserva de lucros acumulados. Já as reservas de capital se referem a acréscimos patrimoniais que não transitaram pelo resultado como receitas. Constituem numa espécie de reforço do capital social.

As reservas de lucros são contas constituídas por transferências de lucros da empresa. Origina-se do lucro líquido apurado em cada exercício social, sendo desdobradas em diversas contas. A reserva de lucros tem como principal finalidade evitar a distribuição de dividendos relativos aos lucros não realizados financeiramente (BRAGA, 1989; DA SILVA, 2013; MATARAZZO, 2010).

As ações em tesouraria são ações que foram emitidas e recompradas por uma empresa. As ações em tesouraria têm em vista operações de resgate, reembolso de ações ou diminuição de capital (MATARAZZO, 2010; ROSS et al., 2015).

O lucro líquido é a receita menos as despesas, impostos e dividendos preferenciais. Para Gitman (2004), uma empresa pode obter capital próprio internamente, retendo lucros em vez de distribuí-los como dividendos a seus acionistas, ou externamente, vendendo ações ordinárias ou preferenciais.

Quando uma empresa precisa fortalecer sua base de capital próprio, nem sempre os atuais acionistas são capazes de subscrever as ações de uma nova emissão. Nesse caso é necessário que mais gente se associe à empresa. A abertura de capital é uma fonte alternativa de recursos das empresas que apresenta grandes vantagens sobre recursos ofertados pelas instituições financeiras (PINHEIRO, 2007).

### **2.1.2.1 Ações e Direitos**

Pinheiro (2007) afirma que ações são títulos de propriedade de uma parte do capital social da empresa emissora, ou seja, quem tem ações pode ser considerado sócio da referida empresa emissora.

A estrutura conceitual de uma sociedade por ações prevê que os acionistas elejam conselheiros da administração que, por sua vez, escolherão administradores para colocar em prática suas diretrizes. Os acionistas controlam a empresa por meio do direito de escolher seus conselheiros. Os conselheiros de administração e os conselheiros fiscais são eleitos em assembleia de acionistas. Embora haja exceções em outros países à regra geral, no Brasil é um voto por ação (ROSS et al., 2015).

Damodaran (2004) define o conselho de administração como o corpo que supervisiona a administração de uma empresa de capital aberto. Como representantes eleitos pelos acionistas, os conselheiros são obrigados a assegurar que os administradores cuidem dos interesses dos acionistas. Eles podem mudar a alta administração da empresa e têm uma influência substancial sobre como ela é gerida.

Já a assembleia anual, são reuniões onde os acionistas de empresas de capital são convidados a reunir-se todo ano. Nessas reuniões é que os acionistas podem, pelo menos teoricamente, mudar o conselho de administração e, por meio dele, a administração titular da empresa, se os administradores não fizeram um trabalho satisfatório (DAMODARAN, 2004).

#### **2.1.2.1.1 Características das Ações**

Damodaran (2004) enfatiza que a forma convencional de uma empresa de capital aberto aumentar o patrimônio líquido é emitir ações ordinárias a um preço que o mercado está disposto a pagar. Já para uma empresa em que começa a ser negociado em bolsa, o preço é estimado por um banqueiro de investimento e é chamado de preço de oferta. Para uma companhia mais antiga na bolsa, ele é baseado no preço de mercado atual.

De acordo com Ross et al. (2015), a ação ordinária tem significados diferentes para pessoas diferentes. No Brasil, é a espécie de ação que tem direito a voto e não tem preferência no recebimento de dividendos ou em caso de falência. Para Ehrhardt e Brigham (2014), os acionistas ordinários são os proprietários de uma empresa.



Para Gitman (2004), o capital obtido com as ações ordinárias é geralmente a forma mais cara de capital próprio, seguida pelos lucros retidos e pelas ações preferenciais.

Damodaran (2004) menciona que, recentemente, as empresas começaram a estudar alternativas de patrimônio líquido quanto às ações ordinárias. Uma alternativa são os *warrants*, no qual uma empresa oferece aos investidores, uma opção para comprar patrimônio líquido no futuro.

Segundo Damodaran (2004) e Ross et al. (2015), a ação preferencial, é o título que possui algumas características da dívida (ou dívida disfarçada) e outras do patrimônio líquido. Assim como a dívida, as ações preferenciais exigem um pagamento fixo em moeda. Se a empresa não tem caixa para pagar o dividendo, ele é acumulado e pago em um período em que houver lucros suficientes.

A ação preferencial se distingue de uma ação ordinária porque tem preferência na distribuição de dividendo fixo ou mínimo, e na distribuição do ativo da empresa em caso de liquidação. Preferência, em geral, significa que os detentores das ações preferenciais devem receber dividendos antes dos detentores de ações ordinárias terem o direito. A caracterização das ações preferenciais emitidas no Brasil é detalhada no artigo 17 da Lei nº. 6.404 de 1976 (BRASIL, 1976b; ROSS et al., 2015).

As ações preferenciais têm como principal característica a prioridade no recebimento de dividendos sobre as ações ordinárias, ou seja, são preferências na distribuição do resultado e no reembolso de capital. Em caso de não distribuição de resultados por três exercícios consecutivos, os detentores de ações preferenciais adquirem poder de voto capaz de comprometer a situação do acionista controlador (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009; GITMAN, 2004; PINHEIRO, 2007).

Contudo, as ações preferenciais não possibilitam uma participação no controle da empresa. Mas, para empresas que estão preocupadas em serem observadas como tendo dívida em excesso, elas oferecem uma forma de levantar dinheiro sem abrir mão do controle e sem aumentar seus índices de endividamento (DAMODARAN, 2004).

No caso da necessidade de captação de recursos, algumas companhias optam por abrir o capital por meio da distribuição primária de debêntures, o que pode ser explicado pela maior disposição dos investidores em adquirir instrumentos de renda fixa, tendo em vista as taxas de juros vigentes no país e o risco de crédito dos emissores (BM&FBOVESPA, 2015).

Contudo, para alcançar os objetivos propostos nesta pesquisa, é preciso adentrar no tema abertura de capital, mas para isso é necessário entender os principais fundamentos e funcionamento do mercado de capitais (mercado primário e secundário) a seguir.

## **2.2 Fundamentos do mercado de capitais**

Neste tópico são tratados os principais aspectos do mercado de capitais que fornecerão importantes informações para a presente pesquisa. Esses aspectos envolvem a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico e para o financiamento das empresas. Também aborda os participantes deste mercado e a divisão do mercado acionário. Segundo Assaf Neto (2010), o mercado acionário é dividido em dois segmentos: o mercado primário e o mercado secundário. Entretanto, é tratado o funcionamento do mercado primário e secundário. Por fim, adiante é tratado do mercado de bolsa de valores.

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a captação de recursos para as empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas no mercado. É essencial e fundamental ao funcionamento das economias modernas, porque permite melhor eficiência na troca de riquezas entre os agentes econômicos (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009; PINHEIRO, 2007).

O principal objetivo desse mercado é o desenvolvimento econômico por meio de captação de recursos de poupadores, gerando investimento para as empresas emissoras de títulos, atendendo às necessidades de financiamento de médio e longo prazo. Esses novos investimentos geram produção, emprego e renda contribuindo para o crescimento econômico de um país. Tal mercado é uma fonte de canalização de recursos, via intermediários financeiros, para o investimento das empresas (FORTUNA, 2008; PINHEIRO, 2007; VASCONCELLOS; GARCIA, 2011).

### **2.2.1 Mercado de Capitais: desenvolvimento econômico e financiamento**

Os mercados de capitais promovem um importante papel na atividade econômica em todo mundo, gerando desenvolvimento econômico, facilitando e diversificando o acesso das empresas ao financiamento. Para Obstfeld (1998), o mercado de capitais canaliza a economia mundial para usos mais produtivos independentemente da localização.

Conforme Lopes et al. (2007), o mercado de capitais desempenha um papel relevante no processo de desenvolvimento econômico: é a grande fonte de recursos permanentes para a economia, por conta da conexão que efetua entre os agentes com capacidade de poupar, investidores e aqueles carentes de recursos de longo prazo, tomadores de recursos. O desenvolvimento do mercado de capitais é fundamental para que as empresas tenham acesso a recursos privados no financiamento de seus projetos de investimento. Para que exista investimento é necessário que a poupança seja canalizada para esse fim.

A poupança gerada pelo mercado de capitais tem como destino desenvolver o comércio, a indústria, serviços, e, também, o próprio governo, pois, neste último caso, proporciona o ingresso de divisas de longo prazo na economia de um país (SALES, 2012).

Estudando o mercado de capitais e a economia dos Estados Unidos e Reino Unido, Dudley e Hubbard (2004) encontraram como resultados a ascensão dos mercados de capitais incluindo o mercado de ações e derivativos, no qual melhorou a alocação de capital e de risco em toda a economia naqueles países. A evidência inclui um maior rendimento do capital nos EUA em comparação com outros lugares. Isso, devido aos persistentes e grandes fluxos de capitais para os EUA a partir do estrangeiro, à estabilidade melhorada do sistema bancário dos Estados Unidos e à capacidade de novas empresas para levantar fundos.

Com o mercado de capitais desenvolvido nos EUA e Reino Unido, a consequência foi à melhora do desenvolvimento macroeconômico. Durante a última década, a produtividade do trabalho dos EUA tem aumentado e superado economias dominadas por sistemas à base de bancos (DUDLEY; HUBBARD, 2004).

O desenvolvimento do mercado de capitais também facilitou uma revolução no financiamento habitacional. Como resultado, a proporção de famílias nos EUA que possuem suas casas, aumentou substancialmente ao longo da última década (DUDLEY e HUBBARD, 2004).

De forma complementar, Dudley e Hubbard (2004) afirmam que, ao elevar a taxa de crescimento da produtividade nos EUA e Reino Unido, o desenvolvimento dos mercados de capitais permitiu que a economia funcionasse a uma menor taxa de desemprego. Além disso, o aumento da produtividade levou a ganhos mais rápidos dos salários reais. No mercado de capitais americano, um bom exemplo é a agricultura e a construção civil, que se valeu desses mercados para obter mais de 50% de suas necessidades de recursos (NOBREGA et al., 2000).

Nobrega et al. (2000) enfatizam que todos os países desenvolvidos ou em acelerado processo de desenvolvimento, ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência na sua

intermediação ou uma combinação dessas duas virtudes, como por exemplo os países asiáticos Coreia do Sul e Cingapura que se destacaram pelas altas taxas de poupança atingindo 35% e 46% do PIB, respectivamente.

O incremento econômico da Europa e particularmente dos Estados Unidos a partir do final do século passado, foi impulsionado por uma continuada eficiência na intermediação de poupanças. Esse desenvolvimento dificilmente teria ocorrido sem um sofisticado mercado financeiro e de capitais (NOBREGA et al., 2000).

De acordo com Cavalcante, Misumi e Rudge (2009) são três os caminhos para associar a poupança com investimento: autofinanciamento, por meio do governo (direcionando recursos da sociedade para investimentos que julgar adequados) e, por fim, por meio dos mercados financeiros e de capitais.

A captação de recursos por meio de fonte externa aumenta o endividamento, reduz a capacidade da empresa de obter recursos, além do aumento das despesas financeiras. Quando a empresa capta recursos por meio de fontes próprias, melhoram o endividamento e os indicadores econômico-financeiros da empresa (PINHEIRO, 2007).

Conforme Pinheiro (2007), no caso do mercado de dinheiro, entendido como operações envolvendo crédito, possibilitam o crescimento da economia, mas não seu desenvolvimento, pois a canalização por aplicações financeiras para os superavitários e crédito para as empresas representa em aumento de endividamento. A canalização de recursos via mercado de capitais dá-se pela busca de novos sócios, aumenta as alternativas de financiamento para as empresas, reduz o custo global de financiamentos, diversifica e distribui risco entre os aplicadores e democratiza o acesso ao capital.

O mercado de capitais e o sistema bancário possuem uma série de complementariedades. Primeiro, os bancos fornecem as fontes de liquidez necessárias para os mercados de capitais. Em segundo lugar, considera o desenvolvimento dos mercados de obrigações de empresas locais. Em terceiro lugar, durante o processo de desenvolvimento do mercado de capitais, depósitos bancários são uma opção de investimento importante para os investidores institucionais, como fundos de pensão privados incipientes (ROJAS-SUARES, 2014).

Os mercados de capitais oferecem vários benefícios para os mutuários e investidores, incluindo os governos. Eles fornecem uma melhor partilha de riscos e uma alocação mais eficiente de capital. Também melhoram a implementação de política fiscal, monetária e cambial (LAEVEN, 2014).

Romero-Torres, Wells e Selwyn-Khan (2013), observam a importância para os participantes desse mercado, como empresas e governo. Argumentam que os mercados de capitais integrados incentivam a concorrência, aumentam a inovação, atraem participantes de forma mais ampla e fornecem liquidez mais profunda. Todos esses benefícios reduzem o custo total de capital e de investimento.

Para Laeven (2014), o desenvolvimento dos mercados de capitais interno podem melhorar a disponibilidade de financiamento de longo prazo, permitindo que as famílias e as empresas gerenciem melhor a taxa de juro e risco de maturidade associados a investimentos de longo prazo (tais como investimentos em equipamentos, máquinas, terrenos e edifícios), permitindo uma melhor correspondência entre a duração dos ativos e passivos financeiros.

Ainda conforme Laeven (2014), os mercados de capitais locais, quando abrem aos investimentos estrangeiros, aumentam a integração financeira, atraindo capital estrangeiro, o que pode diminuir o custo do capital para as empresas locais e das famílias, melhorando assim a partilha de riscos entre os países. Isso também poderia melhorar o acesso aos mercados e aliviar restrições de crédito para as pequenas e médias empresas.

Brasoveanu et al. (2008), estudaram a correlação entre desenvolvimento econômico e do mercado de capitais na Romênia, um país ex-comunista com economia emergente. Encontraram como resultado que o desenvolvimento do mercado de capitais é positivamente correlacionado com o crescimento econômico com efeito *feedback*, sugerindo que o desenvolvimento financeiro siga o econômico.

De acordo com De La Torre, Gozzi e Schmukler (2008), os mercados de ações em muitos países em desenvolvimento têm visto listagens e liquidez diminuírem. Em muitas economias emergentes, mercados de ações permanecem altamente ilíquidos e segmentados, com a negociação e capitalização concentrada em algumas ações.

No desenvolvimento do mercado de capitais, em especial na América Latina, o Chile se destaca com mercado especial de ações em relação a outros países latinoamericanos. Contudo, os países da América Latina têm mercado financeiro e de capitais significativamente menor do que os do leste asiático e países desenvolvidos como EUA e Japão (DE LA TORRE; GOZZI; SCHMUKLER, 2008).

Romero-Torres, Wells e Selwyn-Khan (2013), citam o caso da Índia. Até o início da década de 1990, o mercado de capital indiano era muito subdesenvolvido, similar à situação atual dos outros mercados da Associação Sul-Asiática para a Cooperação Regional (SAARC). O resultado é que o mercado acionário indiano é agora de classe mundial em termos de

infraestrutura e regulação. Há duas bolsas de valores nacionais e o mercado está agora totalmente integrado. No final do ano de 2015, totalizou 5.835 corporações listadas em bolsas de valores (WORLD BANK, 2016b).

Conforme visto, com base na literatura citada, as empresas tanto em países desenvolvidos e países em desenvolvimento, têm buscado o mercado de capitais para financiar e alavancar seus projetos de investimento.

### **2.2.2 Funcionamento do mercado de capitais**

O mercado de capitais moderno tem duas partes relacionadas: (1) os mercados de dívida e de capital próprio, que intermedia fundos entre poupadores (credores) e aqueles que precisam de capital, e (2) o mercado de derivativos, que consiste em contratos, tais como as opções (DUDLEY e HUBBARD, 2004).

Para Dudley e Hubbard (2004), mercados de capitais eficazes requerem uma base firme. Isto inclui a aplicação das leis e direitos de propriedade, transparência e rigor em contabilidade e relatórios financeiros.

Pinheiro (2007) cita dois segmentos no mercado de capitais, o institucionalizado e o não institucionalizado, sendo que o primeiro é controlado por órgãos de controle e acompanhamento do mercado, e o segundo sem necessidade de regulamentação e controle das autoridades, pois suas negociações são feitas diretamente entre empresa e investidor, sem intermediário financeiro.

Em se tratando do Brasil, Assaf Neto (2010) afirma que o mercado de capitais é constituído pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), seu organismo maior, presidido pelo Ministro da Fazenda. Vinculados ao Conselho Monetário Nacional (CMN), tem órgãos normativos do sistema financeiro, tais como: o Banco Central do Brasil (BACEN), que atua como seu órgão executivo, e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que responde pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários (de bolsa e de balcão). Esses três grandes compõem o denominado *subsistema normativo do Sistema Financeiro Nacional (SFN)*, responsáveis pelo funcionamento do mercado e de suas instituições.

### 2.2.2.1 Participantes

De acordo com Cavalcante, Misumi e Rudge (2009) e Pinheiro (2007), os principais participantes do Mercado de Capitais são: Comissão de Valores Mobiliários e Bolsas de Valores; Sociedades Corretoras; Investidores Pessoas Físicas e Jurídicas; Investidores Institucionais; Bancos Múltiplos e de Investimento; Companhias de Capital Aberto. O quadro a seguir descreve o papel de cada participante no mercado de capitais:

Quadro 1 – Participantes do Mercado de Capitais. (Continua).

<b>Participante</b>	<b>Função/papel</b>
<b>CVM (Comissão de Valores Mobiliários)</b>	Responde pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários (de bolsa e de balcão) (ASSAF NETO, 2010).
<b>Bolsa de Valores</b>	É o local em que se compram e vendem ações para dar liquidez aos investidores. Fornece informações sobre as empresas, publicam preços e quantidade de ações negociadas (PINHEIRO, 2007).
<b>Sociedades Corretoras</b>	Por meio das Sociedades Corretoras os investidores compram e vendem ações das empresas em bolsa. Elas prestam assessoria aos investidores, dando-lhes informações e recomendações (GOMES, 1997).
<b>Investidores pessoas físicas e jurídicas</b>	Participam diretamente do mercado seja comprando ou vendendo ações, assumindo o risco sozinho (PINHEIRO, 2007)
<b>Investidores Institucionais</b>	Podem ser definidos como instituições financeiras especializadas que administram poupanças coletivamente em nome de pequenos investidores. Movimentam recursos vultuosos no mercado financeiro (DAVIS; STEIL, 2004; PINHEIRO, 2007).
<b>Companhias de capital aberto</b>	Segundo a Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, são as empresas ou sociedades anônimas que tem o capital dividido em ações (BRASIL, 1976b).

Quadro 1 – Participantes do Mercado de Capitais. (Conclusão).

Participante	Função/papel
<b>Bancos de Investimento</b>	Trata-se de um intermediário financeiro que se especializa na venda de novos títulos. Especializado em <i>underwriting</i> , auxilia a empresa a determinar a faixa de preços da oferta preliminar e a quantidade de ações a serem vendidas (EHRHARDT; BRIGHAM, 2014; GITMAN, 2004).

Fonte: Ehrhardt e Brigham (2014) e Gitman (2004).

De acordo com a Medida Provisória n.º 8 de 31 de outubro de 2001, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei n.º 6.385, de 07 de dezembro de 1976. É um órgão normativo do sistema financeiro que tem como responsabilidade disciplinar, fiscalizar e promover a expansão, o desenvolvimento e o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários (BRASIL, 1976a; FORTUNA, 2008).

Cavalcante, Misumi e Rudge (2009), Chisholm (2003), Fortuna (2008) e Pinheiro (2007), complementam que os investidores institucionais são considerados os participantes mais importantes. Eles movimentam volumosos recursos captados no mercado, por meio de fundos de pensões, companhias de seguro, clubes de investimento e fundos mútuos de investimento em ações. A maioria das ações em mercados desenvolvidos são compradas e vendidas por estas instituições. Esses investidores gerenciam massas consideráveis de recursos, que financiam a compra de ações e de papéis de dívida emitidos pelos indivíduos e pelas empresas.

Em se tratando de investidores institucionais, Chishom (2003) afirma que os fundos de investimento são veículos de investimento coletivo que investem em ações, obrigações e outros ativos. Esses ativos em carteira, são geridos por gestores profissionais que operam cobrando uma taxa de comissão.

Davis e Steil (2004, p. 16) caracterizam Fundos Mútuos de Investimento em Ações na seguinte observação:

Os fundos mútuos são veículos simples para o agrupamento de ativos para fins de investimento. Neste contexto, procuram oferecer um perfil de retorno de risco melhorado e maior liquidez aos investidores individuais, explorando sinergias a partir do agrupamento de ativos de muitas pessoas, economizando em especial os custos de transação e os custos de gestão.



No caso dos fundos de pensões, Davis e Steil (2004) argumentam que esses investidores recolhem, agrupam e investem fundos aportados pelos patrocinadores e beneficiários para os futuros direitos de pensão dos beneficiários. Fornecem, assim, meios para que os indivíduos acumulem poupanças ao longo da sua vida profissional de modo a financiar as suas necessidades de consumo na aposentadoria.

#### **2.2.2.2 Mercado Primário**

A abordagem sobre o mercado primário e secundário, e em específico o mercado de bolsa de valores se faz necessária, pois são informações relevantes num processo de oferta pública inicial de ações. Segundo Niada (2011), os títulos emitidos pelo mercado de capitais são negociados no mercado primário e secundário. Inicialmente, as negociações são realizadas no mercado primário.

O mercado para novos ativos financeiros emitidos é chamado mercado primário. O mercado primário é aquele em que os títulos são vendidos para os investidores pela primeira vez. Caracteriza-se pela captação de recursos pela empresa, sendo o mercado onde se negocia a subscrição (venda) de novas ações ao público. Neste mercado, a empresa emite e vende novas ações canalizando os recursos obtidos da venda (CHISHOLM, 2003; LIAW, 2004; PINHEIRO, 2007).

Assim, neste mercado a empresa contrata um intermediário financeiro que é responsável pela colocação dos títulos criados, porém, é necessário que a empresa possua condição de companhia aberta junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Com a colocação dos papéis no mercado, a empresa capta os recursos advindos da emissão, ocorrendo nesta etapa a primeira negociação da ação e remessa de dinheiro da venda para a empresa. Os valores de oferta de IPO são determinados no mercado primário e preços pós-venda das propostas são determinados no mercado secundário (CHISHOLM, 2003; PINHEIRO, 2007).

De acordo com Braga (1989), o preço de emissão de novas ações costuma ser inferior à cotação estabelecida para negociação. Para Ehrhardt e Brigham (2014), um dos motivos para subavaliação dos IPOs é que ela aumenta a probabilidade de demanda maior do que o número de ações emitidas. Isso pode gerar euforia nos investidores. E um IPO bem sucedido pode garantir ofertas adicionais (subsequentes) no futuro.

Segundo Aldrighi (2010), essa redução no preço da ação na oferta pública inicial em relação ao preço da ação que prevalece nos primeiros pregões do mercado secundário, pode inibir as IPOs. Esse fenômeno é chamado de *underpricing*.

O desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários depende da solidez do mercado secundário existente, ou seja, da possibilidade de os investidores subscritores das emissões conseguirem negociar posteriormente os valores mobiliários entre si. Isso é relevante porque, por diversas razões, os investidores podem precisar se desfazer de seus investimentos. Além disso, no caso das ações, os títulos sequer têm vencimento, já que as companhias não têm obrigação de resgatá-las (CVM, 2014; MAUER; SENBET, 1992).

Contudo, depois que a empresa decide pela abertura de capital, ela enfrentará o problema de como vender suas ações a um grande número de investidores. Esse processo de oferta pública de ações pode ser realizado com intermédio de banco de investimento podendo envolver um consórcio de instituições financeiras. Embora a maioria das empresas saiba vender seus produtos, poucas têm experiência em vender títulos (BRAGA, 1989; EHRHARDT; BRIGHAM, 2014). O processo de subscrição (*underwriting*) é tratado no próximo tópico.

### **2.2.2.3 *Underwriting e Bookbuilding***

Uma vez tomada a decisão de tornar-se uma empresa de capital aberto, de modo geral, não é possível abordar os mercados financeiros por conta própria. Portanto, ela deve escolher intermediários para facilitar a transação. Esses intermediários são normalmente banqueiros de investimento que fornecem vários serviços (DAMODARAN, 2004).

A instituição coordenadora líder ou *underwriter* (subscritor) é o coordenador no processo de emissão pública de ações. O termo *underwriting* (subscrição), significa lançamento ou emissão de papéis para captação de recursos de acionistas. Os subscritores de uma nova emissão de títulos garantem que todos os títulos serão totalmente absorvidos pelo preço de emissão. Se eles não conseguirem encontrar compradores, os títulos são deixados com os subscritores (CHISHOLM, 2003; FORTUNA, 2008; PINHEIRO, 2007).

O intermediário financeiro ou banqueiro de investimentos (bancos múltiplos, de investimento) pode fazer a subscrição, sozinho ou em consórcio para posterior revenda dos papéis no mercado. O consórcio de subscrição é organizado por um banco de investimento, chamado banco de investimento líder ou coordenador da emissão. São recursos dos investidores diretamente para o caixa da empresa. Uma das principais atividades de um banco de investimento

é a atividade de *underwriting* (CAVALVANTE; MISUMI; RUDGE, 2009; DAMODARAN, 2004; PINHEIRO, 2007).

Contudo, o subscritor assume parte do risco da subscrição ao garantir um preço de oferta sobre a emissão, chamada de garantia de subscrição. Esse é o risco em que os subscritores vão perder dinheiro se eles forem incapazes de vender os títulos por um preço maior que eles garantiram ao emitente (CHISHOLM, 2003, DAMODARAN, 2004).

Pinheiro (2007) afirma que o objetivo do subscritor é comprar os títulos por um valor baixo para vendê-los rapidamente, sendo que a empresa emissora deseja obter o preço mais alto possível, motivo pelo qual o contrato é necessário. Outras empresas podem preferir uma redução no preço da ação com garantia total da negociação pelo subscritor (coordenador).

O subscritor e a empresa emissora firmam contrato de coordenação e distribuição, podendo este contrato ser tipo firme, ser residual ou de melhor esforço. No contrato firme, o intermediário subscreve integralmente a emissão caso não consiga colocá-la no mercado. Nessa forma de contrato a empresa não tem risco algum. No contrato residual, a empresa emissora, juntamente com o coordenador, fixa uma faixa de preço na qual flutuará de acordo com a demanda de participantes (FORTUNA, 2008; PINHEIRO, 2007)

No contrato por melhores esforços, o banco de investimento não compra a totalidade da emissão do emissor, mas sim concorda apenas para usar sua experiência para vender os títulos. A empresa corre o risco de não conseguir aumentar o seu capital no montante pretendido, uma vez que assume todos os riscos do lançamento (FABOZZI, 2015).

O *underwriter*, juntamente com a empresa emissora, elabora o prospecto. Segundo o artigo 38 da Instrução CVM nº400, de 29 de dezembro de 2003:

Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de que trata essa Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva, necessária, e em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM, 2003).

Segundo Pinheiro (2007), o processo de *underwriting* pode ser realizado de três modos:

- **Abertura de capital;**
- **Aumento de capital;**
- **Abertura de capital via *block trade*.**

Pinheiro (2007) argumenta que a abertura de capital é quando uma sociedade oferece pela primeira vez suas ações ou debêntures à subscrição pública passando a ser admitidos em mercado de bolsa ou de balcão. O aumento de capital é a operação pela qual uma empresa de capital aberto oferece mais ações ou debêntures aos seus acionistas ou público em geral.

Para Cavalcante, Misumi e Rudge (2009), a abertura de capital via *block trade* consiste em colocar no mercado um lote de ações, geralmente de certa magnitude, pertencente a um acionista ou grupo de acionistas, sendo que as poupanças dos investidores não são canalizadas pelo caixa da empresa e sim pelo caixa dos acionistas. É uma operação de mercado secundário.

Fortuna (2008) e Pinheiro (2007) observam que uma das funções *underwriter* ou coordenador da emissão de ações, é definir o preço da ação, sendo que para este processo seria importante montar um livro de ofertas por meio da operação de *bookbuilding*.

O sistema de *bookbuilding* é o processo de ajuntamento das informações de investidores institucionais para fixar o preço da oferta, quantidade e os compradores da oferta pública inicial (GREGORIOU apud BENVENISTE; WILHELM, 2011).

O subscritor tem papel central no procedimento de *bookbuilding*, que presumivelmente tem a melhor compreensão do mercado, bem como o desejo e a capacidade de colocar as ações em boas mãos (DERRIEN e WOMACK, 2003).

#### **2.2.2.4 Mercado Secundário**

O mercado secundário é regulamentado e a legislação brasileira prevê três tipos: (i) mercado de bolsa, (ii) balcão organizado e (iii) balcão não organizado. É o mercado onde se transfere títulos entre investidores e/ou empresas. É aquele em que valores mobiliários são negociados (como uma bolsa de valores) (CHISHOLM, 2003, CVM, 2014; PINHEIRO, 2007).

O mercado secundário de ações é o lugar onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições, ou seja, o local onde atuam as bolsas de valores, dando liquidez ao investidor. As negociações no mercado secundário acontecem na bolsa de valores e mercado de balcão (PINHEIRO, 2007).

Segundo Duffie (2012), o mercado de balcão ou termo em inglês *over-the-counter* (OTC), é o mercado no qual são negociados títulos de valores mobiliários fora da bolsa de valores. O mercado de balcão não usa um mecanismo de negociação centralizado. Em vez

disso, os compradores e vendedores negociam os termos em particular. Os ativos negociados no mercado de balcão incluem a maioria dos tipos de títulos do governo e corporativos, empréstimos de títulos e acordos de recompra, uma ampla gama de derivativos, mobiliário, moedas, commodities a granel, entre outros. É um mercado muito utilizado na negociação de títulos de renda fixa.

O mercado de balcão é um mercado de títulos sem local físico definido para a realização das transações que são feitas entre as instituições financeiras. O mercado de balcão é chamado de organizado quando se estrutura como um sistema de negociação de títulos e valores mobiliários, podendo estar organizado como um sistema eletrônico de negociação por terminais, que interliga as instituições credenciadas, processando suas ordens de compra e venda e fechando os negócios eletronicamente (CVM, 2005).

Uma negociação no mercado de balcão é tipicamente iniciada quando um investidor entra em contato com um *dealer* (negociante), pedindo os termos da troca. Essa comunicação pode ser realizada por telefone, *e-mail*, sistema de consulta por tela ou por meio de corretores (DUFFIE, 2012).

Os mercados secundários servem várias necessidades das empresas ou governos sobre as questões de segurança no mercado primário. O mercado secundário fornece ao emissor informações regulares sobre o valor de suas ações ou títulos em circulação e incentiva os investidores a comprar títulos de emissores, porque lhes oferece uma oportunidade contínua para liquidar seus investimentos e títulos (FABBOZY, 2015).

Poucos investidores se interessariam em adquirir ações em uma oferta pública, se não existisse um mercado organizado em que pudessem se desfazer de seus investimentos a qualquer tempo. Evidentemente, cada investidor poderia negociar diretamente com outro, mas esse sistema seria ineficiente no que diz respeito ao encontro de propostas, à definição de preços, transparência e divulgação das informações, segurança na liquidação, entre outros. Os mercados de bolsa e balcão buscam justamente eliminar essa ineficiência (CVM, 2014). Contudo, o objetivo do presente trabalho foca em IPO no mercado de bolsa não abordando informações sobre mercado de balcão.

### **2.3 Bolsa de Valores**

Segundo Cavalcante, Misumi e Rudge (2009) e CVM (2014), o mercado de bolsa funciona regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação que possibili-

tam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários. Permite a execução de negócios, tendo como contraparte um formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda.

Entretanto, Gomes (1997) relata que existem dois tipos distintos de bolsas: a de mercadorias ou comércio e a de valores ou financeiras. A bolsa de valores caracteriza-se pela negociação de valores mobiliários, em mercado livre e aberto, organizado pelos corretores e fiscalizado pelas autoridades competentes.

De acordo com Barreto Filho (1959), Cavancante, Misumi e Rudge (2009), Gomes (1997) e Pinheiro (2007), a origem das bolsas no mundo é bastante remota. Alguns escritores como Vaquez de Prada, a localizaram “nos *emporium* dos gregos, outros nos *collegium mercatorum* dos romanos, ou nos bazares dos palestinos. No entanto, outros autores são de opinião que a origem das Bolsas se encontra nas “*loggie*” italianas e nas “*lonjas*” espanholas da Idade Média.

Conforme Barreto Filho (1959), Gomes (1997) e Pinheiro (2007), a palavra bolsa, no sentido comercial e financeiro, nasceu em *Bruges*, cidade flamenga e lacustre da Bélgica, capital de Flandres, pertencente à liga Hanseática, em que se realizavam assembleias de comerciantes na casa de Van der Burse, em cuja fachada existia um escudo com três bolsas.

A primeira bolsa de caráter internacional foi a de Antuérpia em 1531. Mais tarde, em 1561, surgiu a bolsa de Amsterdam e, em 1595, as de Lyon, Bordeaux e Marselha. A bolsa de Londres – Royal Exchange - foi criada na segunda metade do século XVI e, em Paris, a primeira bolsa surgiu em 1639. Assim, com o decorrer do tempo, todos os centros comerciais e industriais foram criando suas bolsas como a de Nova York em 1792 (BARRETO FILHO, 1959).

A partir do século XIX as bolsas restringiram sua atuação no mercado de capitais para facilitar a circulação dos valores mobiliários e a partir do surgimento do mercado de títulos de mercadorias (*commodities*) também fez necessária a bolsa de mercadorias, que são instituições criadas para facilitar a circulação das mercadorias (BARRETO FILHO, 1959; GOMES, 1997; PINHEIRO, 2007).

No final do século XX, em específico no final da década de 90 para o início do século XXI, houve o processo de fusão e integração de importantes mercados, como a fusão dos mercados Nasdaq e Amex (1998), a bolsa de Tóquio fundiu-se com a de Hiroshima e Nigata (2000) e a fusão entre as bolsas de Paris, Amsterdã e Bruxelas (2000) assim como as bolsas escandinavas criando o Norex (PINHEIRO, 2007).

O quadro a seguir mostra as principais bolsas de valores do mundo por continente.

Quadro 2 – Principais Bolsas de Valores no Mundo.

<b>Américas</b>	
EUA	Bolsa de Valores de Nova York NASDAQ
Canadá	Bolsa de valores de Toronto
México	Bolsa Mexicana de Valores
Brasil	BM&FBOVESPA
Chile	Bolsa de Comércio de Santiago
<b>Europa</b>	
Alemanha	Bolsa de Valores de Frankfurt
Reino Unido	Bolsa de Valores de Londres
França	Euronext Paris
Itália	Bolsa de Valores de Itália
Suíça	Bolsa de Valores da Suíça
Holanda	Euronext Amsterdã
Bélgica	Euronext Bruxelas
Portugal	Euronext Lisboa
<b>Ásia</b>	
Japão	Bolsa de Valores de Tóquio ( <i>Japan Exchange Group</i> )
China	Bolsa de Valores de Xangai (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE)
Coréia do Sul	Bolsa de Valores da Coréia do Sul
Índia	Bolsa de Valores da Índia Bolsa de Valores de Bombaim
Hong Kong	Bolsa de Valores de Hong Kong
Arábia Saudita	Bolsa de Valores da Arábia Saudita – Tadawul
<b>Oceania</b>	
Austrália	Bolsa de Valores de Sidney
Nova Zelândia	Bolsa de Valores da Nova Zelândia
<b>África</b>	
África do Sul	Bolsa de Valores de Johannesburgo
Egito	Bolsa de Valores Egípcia

Fonte: Euronext (2016) e Word Bank (2016).

Atualmente, as principais bolsas são a de Nova York, localizada na Ilha de Manhattan, Tóquio, a *Euronext* com representações na Bélgica, França, Holanda, Portugal, Frankfurt, Reino Unido e as bolsas na China e Índia. Essas bolsas possuem alta capitalização bursátil pela grande quantidade de empresas listadas (EURONEXT, 2016).

Um importante indicador das bolsas é a capitalização bursátil ou capitalização de mercado, que consiste na soma do valor de mercado das ações, ou seja, multiplica-se a quantidade

de ações em circulação pelo valor da cotação em determinado período (WORD BANK, 2016a).

Nos Estados Unidos, a capitalização de mercado na bolsa de valores em relação à percentagem do PIB ou o termo em inglês GDP (*Gross Domestic Product*), era de 151,2% (*NYSE e Nasdaq*) no ano de 2014. No Brasil, a capitalização de mercado em relação ao PIB foi de 39,9%, na China foi de 58% e na Índia no valor de 76,1% (WORD BANK, 2016a).

### 2.3.1 Bolsa de Valores no Brasil

No Brasil, a atual bolsa é a BM&FBOVESPA que é uma companhia que administra mercados organizados de Títulos, Valores Mobiliários e Contratos de Derivativos, além de prestar serviços de registro, compensação e liquidação, atuando, principalmente, como contraparte central garantidora da liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes (BM&FBOVESPA, 2017a)

Em 2000 a BM&FBOVESPA criou os segmentos diferenciados de listagem (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) que foram de extrema importância para a retomada do mercado de capitais brasileiro como fonte de financiamento para as empresas. O resultado foi o crescimento do número de IPOs a partir de 2004, ano em que sete empresas realizaram Ofertas Públicas Iniciais e captaram R\$ 43 bilhões. De acordo com a BM&FBOVESPA (2017b), as características dos segmentos de governança corporativa de empresas já listadas na BM&FBOVESPA são:

- **Nível 1** - As empresas listadas no segmento Nível 1 adotam práticas que favoreçam a transparência para os investidores. Para isso, divulgam informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos. Outra exigência é que a empresa se comprometa a manter um *free float* de 25%, ou seja, no mínimo 25% das ações em circulação no mercado.
- **Nível 2** - O segmento de listagem Nível 2 é similar ao Novo Mercado. As empresas listadas nesse mercado têm o direito de manter ações preferenciais. As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprova-



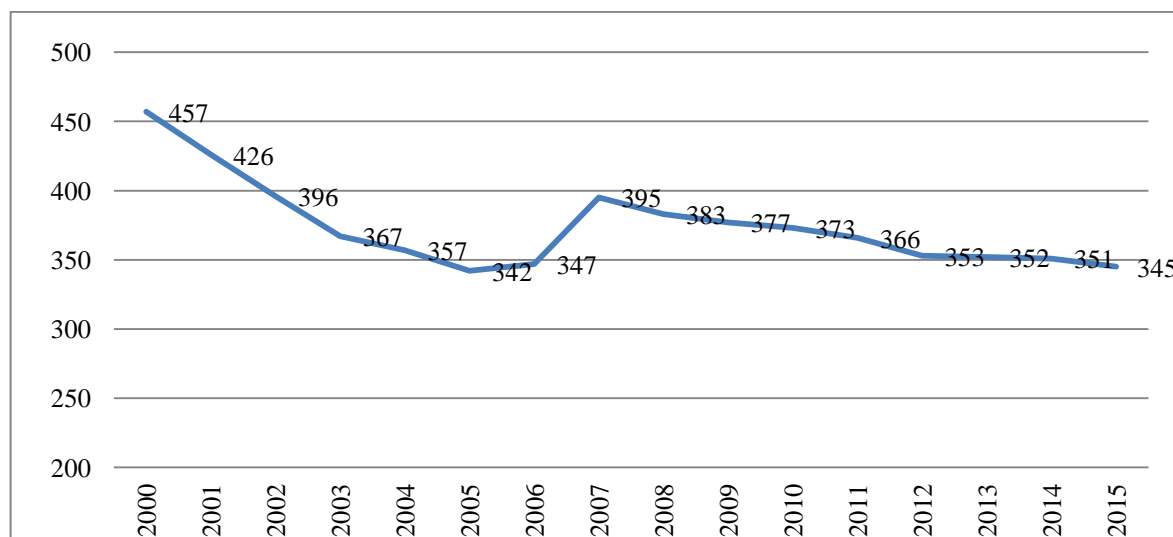
ção de fusões e incorporações da empresa. Prevê também o direito de *tag along*<sup>1</sup> de 100% em caso de venda do controle da empresa.

- **Novo Mercado** – É o mais elevado padrão de governança corporativa. Nesse mercado, o capital é composto somente por ações ordinárias com direito a voto, *tag along* de 100% e *free float* de 25%. É o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital e é recomendado para empresas que pretendem fazer grandes ofertas e direcionadas a qualquer tipo de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros) (BM&FBOVESPA, 2017c).

A BM&FBOVESPA também criou o segmento Bovespa Mais. Idealizado para empresas que desejam acessar o mercado de capitais de forma gradual. Essa estratégia permite que a empresa se prepare para um IPO, colocando na vitrine do mercado, aumentando a visibilidade para os investidores (BM&FBOVESPA, 2017d).

Em 2007 houve uma retomada dos IPOs na BM&FBOVESPA no qual 64 empresas captaram R\$ 55 bilhões por meio de IPOs (ALDRIGHI, 2010). Em termos de Brasil, o gráfico a seguir revela o histórico da quantidade de empresas listadas em bolsa de valores.

Gráfico 1- Companhias listadas na BM&FBOVESPA.



Fonte: World Bank (2016b) – *listed domestic companies*.

Com base no gráfico, no início do novo milênio, a bolsa tinha 457 empresas listadas que foi decrescendo até 2006 quando chegou a ter 342 empresas listadas. A partir de 2007 até o ano de 2008 houve crescimento, quando a bolsa chegou a possuir 395 empresas listadas. A

<sup>1</sup> No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço. Nesse caso um *tag along* de 100% (BM&FBOVESPA, 2017b).

partir dessa data houve redução do número de empresas listadas em bolsa de valores chegando a 345 empresas listadas no ano de 2015.

Conforme observado por Lopes et al. (2007), Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas – IPEA (2010) e Sales (2012), nos anos de 2005, 2006 e 2007, o mercado de capitais brasileiro apresentou crescimento significativo em relação aos anos anteriores no que diz respeito ao mercado primário com mais empresas se inserindo na BM&FBOVESPA por meio da oferta pública inicial de ações com emissões negociadas atingindo o volume de mais de R\$ 60 bilhões em 2005 e mais de R\$ 100 bilhões em 2006. Esse movimento, segundo Lopes et al. (2007), implica, na verdade, uma mudança na natureza do risco assumido: as empresas estavam trocando risco cambial por risco de taxa de juros naquele período.

No Brasil, as empresas apresentam, historicamente, acesso limitado ao capital privado de terceiros, financiando seus projetos de investimento principalmente com capital próprio ou financiamento via bancos. As exceções ficam por conta de captações de recursos no exterior, sobretudo nos anos 1990, quando grandes empresas nacionais passaram a recorrer mais frequentemente ao endividamento externo para se financiar (LOPES *et al*, 2007).

## **2.4 Oferta Pública Inicial de Ações – IPO**

Uma empresa de capital fechado é limitada em seu acesso ao financiamento externo, tanto em relação à dívida quanto em relação ao patrimônio líquido. Quando as empresas tornam-se maiores e as necessidades de capital aumentam, algumas decidem abrir seu capital e levantar recursos emitindo ações do seu patrimônio líquido para os mercados financeiros (DAMODARAN, 2004).

A empresa que acha conveniente lançar novas ações no mercado, faz por meio de lançamento ou oferta pública inicial de ações ou o termo em inglês “*Initial Public Offerings*”, na qual encarrega uma instituição financeira para coordenação e colocação dos títulos no mercado. O IPO (*Initial public offerings*) pode ser considerado um mecanismo por meio do qual uma empresa abre seu capital e passa a ser listada em bolsa de valores (FORTUNA, 2008; PINHEIRO, 2007).

A abertura de capital significa vender algumas ações da empresa a investidores externos em uma oferta pública inicial (IPO) e, em seguida, deixar a negociação das ações em mercados públicos (bolsa de valores) (EHRHARDT; BRIGHAM, 2014).

Segundo Ehrhardt e Brigham (2014), quando uma empresa decide pela abertura de capital, vendendo ações recém-emitidas para levantar capital adicional ou ações dos atuais proprietários, o ponto chave é estabelecer o preço em que as ações serão ofertadas ao público. Quanto mais alto o preço da oferta, menor a fração da empresa que os atuais sócios terão de abrir mão para obter um determinado valor em dinheiro.

Uma das questões ao abrir o capital é a informação. Abrir o capital significa expor os dados financeiros e operacionais da empresa ao mercado, haja vista que os investidores, para alocarem capital em uma determinada companhia, exigirão a publicação de uma série de informações para fazer suas avaliações e decidirem investir ou não. Para tanto é necessário um departamento de relação com investidores (OLIVEIRA, 2011).

De acordo com Hovakimian e Hutton (2010), os IPO's também facilitam aquisições de outras empresas em inúmeras maneiras. Empresas com capital recém-aberto também se beneficiam do dinheiro levantado no IPO obtendo capacidade de fazer aquisições pagando com ações. Mais de um terço das empresas recém-públicas entram no mercado para o controle corporativo como adquirentes dentro de três anos do IPO. Empresas que realizaram IPO também se beneficiam por meio da obtenção de *feedback* do mercado e aproveitam dos valores das ações em alta pós-IPO para fazer aquisições baseadas em ações em condições favoráveis.

As ofertas públicas iniciais costumam ser realizadas por empresas pequenas e em crescimento rápido e empresas amadurecidas, que desejam capital adicional para continuar se expandindo. Para abrir o capital, a empresa deve, inicialmente, obter a aprovação de seus atuais acionistas, ou seja, os investidores que detém as ações em seu capital fechado (GITMAN, 2004).

No Brasil, Cavalcante, Misumi e Rudge (2009) e Pinheiro (2007) afirmam que uma companhia é aberta se os valores mobiliários de sua emissão são aceitos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão. Abrir o capital significa ter novos sócios.

Ao realizar uma oferta pública inicial, a empresa aumenta sua legitimidade na comunidade empresarial, melhora o acesso ao financiamento da dívida e cria um meio de saída para os principais acionistas. No entanto, de longe, a mais importante razão para ir a público, é para infundir uma quantidade significativa de capital de investimento para a empresa (DEEDS et al., 1997).

Entretanto, para Certo (2003), empresas que aventuram com oferta pública inicial de ações, são relativamente desconhecidas para os investidores e sofrem da variável novidade no

mercado. Para o referido autor, a percepção dos investidores com sinal de prestígio em relação às mesmas, reduz a responsabilidade de novidade do mercado em melhorar o desempenho das ações da empresa.

Contudo, Pinheiro (2007), assegura que a empresa que abre o capital deve possuir uma postura ética no mercado para ganhar confiança dos investidores. Para tal, desenvolve um programa de relação com investidores, que é regido pelos princípios da transparência no comportamento da empresa e confiança nas informações e demonstrações financeiras.

#### 2.4.1 Vantagens e Desvantagens do IPO

Segundo Chemmanur e Fulghiere (1999), existem diferenças entre empresas que realizaram IPO e as que não realizaram. Primeiramente, com maior dispersão acionária existe a necessidade de convencer um grupo muito maior de investidores de que seus projetos são um bom investimento e, por fim, o preço da ação é publicamente observável, ou seja, o preço das ações vendidas são observáveis publicamente a todos investidores externos.

Contudo, existem uma série de vantagens ao abrir o capital. Não obstante, também existem as desvantagens de realizar um IPO, conforme Damodaran (2004), Ehrhardt e Brigham (2014) e Pinheiro (2007):

Quadro 3 - Vantagens e Desvantagens do IPO.

<b>Vantagens</b>	<b>Desvantagens</b>
Maior acesso aos mercados financeiros e ao capital para os projetos.	Estruturar departamento de acionistas e relação com investidores.
Aumentam a liquidez e permite que os fundadores colham os frutos.	Perda de controle acionário.
Desenvolvimento de imagem institucional junto ao mercado.	Elevado custo de abertura de capital.
Estabelece um valor para a empresa.	Passível de sofrer uma oferta pública de aquisição.
Maior capacidade de negociação principalmente em fusões.	Custos legais e administrativos.
Maior flexibilidade nas decisões estratégicas da empresa.	Contratação de auditoria externa.
Melhor solução para sucessão de empresas familiares.	Criação de conselhos de administração.
Aumenta os mercados potenciais.	Divulgação das informações.

Fonte: Damodaran (2004), Ehrhardt e Brigham (2012) e Pinheiro (2007).

É importante destacar das vantagens e desvantagens, as relações com investidores. As empresas que realizaram IPO devem manter acionistas informados sobre os atuais aconteci-

mentos. Para tanto, muitos diretores financeiros dedicam grande parte do tempo conversando com investidores e analistas (EHRHARTD; BRIGHAM, 2014).

De acordo com a BM&FBOVESPA (2017b), para as empresas listadas no segmento de governança no Novo Mercado, é necessária divulgação mensal das negociações com valores mobiliários da empresa pelos diretores, executivos e acionistas controladores, além de disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito.

Em se tratando de informações divulgadas, de acordo com o art. 21 da Instrução 480 da CVM de sete de dezembro de 2009, o emissor deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações periódicas:

1. Formulário cadastral;
2. Formulário de referência;
3. Demonstrações financeiras (inclusive demonstrações de três anos antes do IPO);
4. Formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP;
5. Formulário de informações trimestrais – ITR;

De acordo com a Instrução 480 da CVM de sete de dezembro de 2009, o formulário cadastral compreende os dados da empresa como nome, localização da sede, entre outros. O formulário de referência compreende informações sobre declarações do presidente e diretor de relações com investidores, informações referentes aos auditores independentes, informações financeiras, entre outras.

#### **2.4.2 Processo de abertura de capital**

Os atuais sócios ou proprietários da empresa devem estudar as condições do mercado e concretizar a conveniência de abrir o capital. Para tanto, é de suma importância a contratação de auditoria externa para analisar o perfil e situação financeira da empresa.

Jorge Gerdau Johannpeter, ex-Presidente do Grupo Gerdau S/A, diz que a definição dos objetivos da empresa é fundamental, pois “a Abertura de Capital não está vinculada ao fato da empresa ser maior ou menor, e sim aonde a empresa quer chegar e que tipo de empresa eu quero ter” (BM&FBOVESPA, 2008, p. 4).

Para abrir o capital deve haver aprovação dos sócios de acordo com o estatuto social em assembleia geral, em que será gerada uma ata de transformação contendo, além do estatu-

to, a mudança da razão social incluindo os termos “Companhia ou Sociedade Anônima”. Na sede da empresa, deverá ser arquivado o estatuto social, a relação completa dos subscritores de capital e recibo do depósito bancário da realização do capital (FORTUNA, 2008).

Fortuna (2008) cita também que o valor do Capital Social deverá ser subscrito por, no mínimo, 2 (dois) acionistas, sendo que na ata de transformação deverão conter os seguintes dados: número de ações em que se divide o capital, proporção de ações ordinárias e preferenciais, classes, preço e volume da operação, fixação de dividendos mínimos, ações em tesouraria e criação de um Conselho de Administração e Diretoria de Relação com Investidores.

### 2.4.3 IPO no Brasil

De acordo com a BM&FBOVESPA (2015), o processo de abertura de capital leva em média 10 semanas e começa no momento em que a empresa realiza três ações:

- 1- Análise preliminar da conveniência da abertura;
- 2- Escolha do auditor independente;
- 3- Escolha do coordenador líder.

O primeiro procedimento formal para a empresa abrir o capital consiste no pedido de registro da empresa junto à CVM como “Companhia Aberta”, cujos requerimentos são os exigidos pela Instrução CVM nº 480 de 7 de dezembro de 2009 (CVM, 2009).

Segundo BM&FBOVESPA (2015), Instrução CVM 480 (2009), Fortuna (2008) e Pinheiro (2007) de forma condensada são apresentadas as seguintes etapas:

- **Nomeação do Diretor de Relações com o Mercado** – Responsável por manter o mercado acionário informado sobre as decisões da companhia, e a prestação de informações a CVM e acionistas. A nomeação deverá estar explícita em ata de reunião do Conselho de Administração ou na Assembleia Geral Extraordinária.
- **Contratação de auditoria independente** – Auditores credenciados pela CVM são responsáveis por auditar anualmente as demonstrações financeiras da empresa e apresentar parecer.
- **Escolha do intermediário financeiro (coordenador)** – O lançamento de valores mobiliários deve ser coordenado por Instituição Financeira, sendo que a companhia escolhe o coordenador de acordo com sua capacidade. O intermediário finan-

ceiro define, juntamente com a Companhia, as características do IPO, como volume de recursos a ser captado, composição entre oferta primária e secundária, definição da faixa de preço (valor de oferta da ação), *marketing* da oferta, *roadshow* e *bookbuilding* (precificação e alocação das ações da oferta).

- **Contratação de escritórios de advocacia** – Responsável pela criação e adaptação de estatutos e outros documentos legais previstos na Instrução CVM nº480 de sete de dezembro de 2009, exame de contratos, participação na elaboração do prospecto e assessoramento legal (CVM, 2009).
- **Convocação de Assembleia Geral Extraordinária (AGE)** – Deverá ser publicada em ata e divulgada por meio de aviso ao mercado. O lançamento de valores mobiliários deve ser aprovado na Assembleia Geral Extraordinária, cuja ata deve constar as características legais da operação.
- **Aprovação do registro pela CVM** – Para aprovação do registro, a instrução n.º 480 da CVM de sete de dezembro de 2009 enumera os principais documentos a serem apresentados:
  - Ata da Reunião do Conselho de Administração designando o Diretor de Relações com o Mercado;
  - Requerimento sobre as características da distribuição, assinado pelo Diretor de Relações com o Mercado;
  - Declaração da Bolsa de Valores onde os títulos serão negociados;
  - Cópia das demonstrações financeiras dos últimos três anos com nota explicativa do último exercício e informações financeiras trimestrais;
  - Parecer do auditor independente e cópia dos valores mobiliários emitidos e do estatuto social.
- **Manutenção do Registro na CVM** – Periodicamente são enviadas informações financeiras (demonstrações financeiras) e relatórios da administração.
- **Registro em Bolsa de Valores** – A mesma documentação enviada à CVM.
- **Elaboração do prospecto de emissão** – Será executado pelo coordenador (*underwriter*), com assessoria de escritórios de advocacia especializados em direito societário responsável pelas informações exigidas no prospecto.

- **Formação do *pool*<sup>2</sup> de distribuição** – Se trata da fase em que o coordenador executa a distribuição com outras Instituições Financeiras.
- **Divulgação da empresa** – Marketing direcionado aos investidores, realizado pelos integrantes do *pool* de distribuição. Consiste em visitas à empresa, reuniões com a APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais), distribuição de material informativo, coquetel, café da manhã, apresentações em hotéis, no exterior, entre outras.
- **Anúncios de distribuição pública** – Deverão ser publicadas, no mínimo, duas vezes em jornais de grande circulação, constando o número do registro na CVM, características da operação e integrantes do *pool*.
- **Underwriting** - Nessa etapa acontece a subscrição dos papéis ou leilão na bolsa de valores por meio de bancos, corretoras e distribuidoras.
- **Liquidação dos títulos** – Fase em que a empresa capta recursos. O coordenador da operação é responsável pelo repasse dos valores recebidos dos investidores para a empresa, fazendo com que o investidor receba a confirmação da subscrição.
- **Anúncio de encerramento** – O coordenador anuncia o encerramento da distribuição no prazo de 15 dias após conclusão da operação de distribuição de títulos e valores mobiliários.

Por fim, os procedimentos de *Due Diligence* implicam uma análise da empresa e de seus administradores por parte dos intermediários financeiros e seus assessores jurídicos, incluindo, entre outros, visita às instalações, análise dos acordos e contratos significativos, demonstrações financeiras, declarações de imposto, atas de reuniões da Diretoria, Conselhos de Administração e dos Acionistas e a realização de várias análises da empresa e do segmento em que ela atua (BM&FBOVESPA, 2015).

Conforme o IPEA (2010), depois da estabilidade econômica, proporcionada pela adoção do Plano Real, em 1994, o mercado de capitais brasileiro ganhou força e viveu um momento de euforia em 2007. Naquele ano, foram 64 ofertas públicas iniciais, com média de quase seis aberturas de capital e ofertas de ações por mês que movimentaram R\$ 70,1 bilhões.

Com o agravamento da crise econômica e a desconfiança do mercado, os investimentos se retraíram e essa realidade mudou. O histórico da BM&FBOVESPA mostra que, em 2008, foram realizadas apenas três ofertas, a primeira delas no início do segundo trimestre. A

---

<sup>2</sup> *Pool* é uma distribuição por parte de instituições especializadas tais como bancos de investimento, múltiplos, sociedades corretoras para a operação de *underwriting* (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).



maior negociação inicial do ano, no segundo semestre, foi a abertura de capital da petroleira OGX, que levantou R\$ 6,7 bilhões (IPEA, 2010).

Dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) mostram que a oferta de ações no Brasil caiu de R\$ 67,3 bilhões, em 2007, para R\$ 34 bilhões no ano seguinte. A explicação para esse cenário é que, com a turbulência econômica, os valores das ações caíram, o que torna menos interessante a negociação em bolsa e a abertura de capital (IPEA, 2010).

Em pesquisa realizada por Aldrighi (2010), entre 2004 e 2008, 109 empresas passaram a negociar suas ações na bolsa brasileira, 64 das quais em 2007. Juntas, essas empresas captaram um montante de R\$ 86,4 bilhões, equivalente a uma arrecadação média por IPO de R\$ 823 milhões.

De acordo com Sales (2012), de janeiro de 2007 a dezembro de 2011, foram realizadas 154 ofertas públicas de ações tanto no mercado primário quanto no secundário. Contudo, no Brasil, o mercado é altamente concentrado em poucas companhias que representam quase a totalidade das negociações em Bolsa de Valores, com destaque para Vale e Petrobrás, que juntas representam cerca de 30% das ações negociadas (BM&FBOVESPA, 2008).

#### **2.4.4 Custos de Abertura de Capital**

Os custos de abertura de capital compreendem os custos inerentes à abertura de capital e custos de manutenção de condição de companhia aberta. De acordo com Niada (2011), as despesas de abertura de capital estão ligadas ao tipo de empresa. O montante dos custos vai depender da complexidade da empresa e do seu grau atual de organização. Uma empresa pode ter gastos menores caso a documentação e as informações a serem prestadas já estejam adaptadas e organizadas.

Os custos de preparação do processo de abertura de capital em bolsa de valores são:

- Serviços legais do ofertante;
- Serviços legais coordenador líder;
- Auditoria inicial - padrão contábil brasileiro;
- Auditoria - *comfort letters*;
- Publicações da emissão;
- Taxa de registro – CVM;
- Apresentações aos investidores/mercado (*road show*);
- Prospecto da emissão, entre outros.

Os custos adicionais da efetiva emissão e distribuição de ações são:

- Publicações da emissão;
- Comissões de *underwriting*;
- Auditoria - padrão contábil internacional.

A emissão de ações compreende em maiores custos, exigências legais e pagamento de taxas pelos serviços prestados às Instituições Financeiras, que calculam a referida taxa sobre o valor da operação e garantia de subscrição. São custos que envolvem contratação de auditoria independente, preparação da documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do *underwriter*, processo de marketing e distribuição (NIADA, 2011).

De acordo com Gastineau e Kritzman (2000 p. 91).

Os custos com *Comfort Letters* envolvem a carta de auditor independente a um subscritor, descrevendo a abrangência da análise, por ele realizada, das demonstrações financeiras de um emitente. Garantem à instituição financeira coordenadora que os valores apresentados no prospecto foram auditados.

*Road shows* envolvem custos adicionais que incorrem na divulgação da operação entre os potenciais investidores. Esta etapa é organizada em conjunto com as instituições líderes da operação e incluem apresentações para analistas do mercado de capitais, investidores institucionais, administradores de recursos e público em geral. Geralmente, as apresentações são seguidas de coquetel. Também são feitas apresentações em hotéis com reuniões para investidores com café da manhã em hotel cinco estrelas (BM&FBOVESPA, 2008).

Os custos de comissões de *underwriting*, em geral, apresentam valores expressivos, devido se tratar do valor da coordenação e distribuição de ações por parte do subscritor. Essa comissão é baseada na emissão de ações e subdivide-se em comissões de coordenação e colocação, correspondendo a uma média de 3,38% das emissões (BM&FBOVESPA, 2008).

Segundo a BM&FBOVESPA (2008), os custos de manutenção de capital aberto compreendem os custos de auditoria e de publicações, além de outros custos de relações com investidores, apresentações ao mercado, anuidade da BM&FBOVESPA, taxa anual de fiscalização da CVM e serviço de escrituração de ações. Em relação aos valores da Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários para companhias de capital aberto, eles são instituídos pela Lei nº 7.940/89. A tabela a seguir informa os custos dessa taxa a partir de 02/09/2015 (BRASIL, 1989; CVM, 2016).

Tabela 1 - Taxa de Fiscalização da CVM - Lei 7.940/89.

<b>Classe do Patrimônio Líquido em R\$</b>	<b>Valor anual da Taxa em R\$</b>
Até 28.329.109,50	4.249,37
De 28.329.109,50 a 141.645.547,50	8.498,73
Acima de 141.645.547,50	11.331,64

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2016).

Além da taxa de fiscalização, existem os custos envolvendo a Taxa de Análise para Listagem de Emissores de Ações. Segundo a BM&FBOVESPA (2015), o valor atual desse custo é no valor de R\$ 55.534,00.

Também existe o custo de anuidade em razão da manutenção do registro de listagem. Segundo a BM&FBOVESPA (2015), o valor da anuidade para o emissor de ações é formado por uma parte fixa, no valor de R\$ 35.000,00 e uma parte variável que consiste no Capital Social da empresa multiplicado pela alíquota de 0,005%.

## 2.5 Desempenho das Empresas

A avaliação de desempenho das empresas pode ser medida por meio de indicadores com base nas informações das demonstrações financeiras. A análise das demonstrações contábeis é fundamental para conhecer a situação econômico-financeira da empresa. Conforme Matarazzo (2010), a análise das demonstrações financeiras contábeis possibilita grande número de informações sobre as empresas. Além de auxiliar na tomada de decisões, servindo de guia para os dirigentes, traz informações para clientes (compradores), fornecedores, concorrentes, bancos (múltiplos ou de investimento), investidores, pesquisadores e outros públicos interessados.

Para Gitman (2004) e Ross et al. (2015), a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) fornece uma síntese financeira dos resultados operacionais da empresa durante certo período. A DRE mede o desempenho da empresa. São mais comuns aquelas que cobrem o período de um ano, porém os resultados podem ser apresentados de forma trimestral. A DRE relata as receitas, despesas e lucros ou prejuízos das empresas nas suas principais operações.

De acordo com Groppelli e Nikbakht (2010), Matarazzo (2010) e Ross et al. (2015), o Balanço Patrimonial (BP) representa o valor histórico do total de ativos disponíveis para gerar vendas e lucros. O BP mostra as fontes de recursos para a empresa operar (passivo e patrimônio líquido) e os bens e direitos que esses recursos estão investidos. O BP permite que os investidores observem a composição dos recursos verificando sua alocação.

A análise das demonstrações financeiras busca avaliar o desempenho da empresa, como forma de identificar seus resultados (consequências) retrospectivos e prospectivos. A análise dos dados, principalmente com retrospecto histórico, possibilita identificar sua evolução econômico-financeira da organização, seu desempenho e eventuais tendências e projeções de possíveis resultados futuros (ASSAF NETO, 2010).

Dentre as diversas técnicas indicadas pela literatura específica para a análise do desempenho de uma empresa, destaca-se a Análise de Indicadores Econômico-Financeiros. Esta técnica considera as diversas demonstrações contábeis como fonte de dados e informações, que são compilados em indicadores.

### **2.5.1 Indicadores Econômico-Financeiros Estudados**

Os indicadores econômico-financeiros estudados nessa pesquisa têm como base as pesquisas citadas anteriormente. Segundo Gitman (2004), a análise de indicadores envolve métodos de cálculo e interpretação de indicadores financeiros visando analisar e acompanhar o desempenho da empresa. É importante para os acionistas, os credores e os administradores da própria empresa.

Para Assaf Neto (2010), Damodaran (2004), Gitman (2004) e Ross et al. (2015), os indicadores financeiros estão divididos em cinco categorias:

1. Indicadores de Liquidez ou solvência de curto prazo;
2. Indicadores de Atividade;
3. Indicadores de Endividamento;
4. Indicadores de Rentabilidade;
5. Indicadores de Valor de Mercado.

Contudo, nesta pesquisa são abordados os indicadores que irão compor as variáveis tanto dependentes quanto explicativas dos modelos propostos na metodologia. As variáveis utilizadas são: (i) ROA( *Return on Assets*); (ii) ROE (*Return on Equity*); (iii) Endividamento Geral; (iv) Margem Líquida, (v) Giro do Ativo Total e (vi) Participação do PL.

Além dessas variáveis, os modelos propostos na metodologia incluem outras variáveis como vendas (crescimento), tamanho (medido pelo ativo total), e o IPO como variável *dummy*.

Segundo Ross et al. (2015), o Giro do Ativo Total é um dos principais indicadores da atividade da empresa. Esse indicador mostra a eficiência com que a empresa usa seus ativos para gerar vendas. Ele é calculado dividindo-se as vendas pelo total de ativos. Quanto mais alto o giro do ativo de uma empresa, mais eficientemente seus ativos estão sendo usados.

$$\text{Giro do ativo total} = \frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo Total}}$$

Para Matarazzo (2010), este índice revela quanto a empresa vendeu para cada real (R\$) de investimento total. A variação do valor do giro do ativo pode estar relacionada com: (i) a estratégia da empresa; (ii) aumento/retração do mercado, aumentando ou reduzindo as vendas, e (iii) perda na participação do mercado para outros concorrentes.

Braga (1989) complementa que o giro do ativo aumentará com expansão das receitas em maior proporção do que o ativo, ou com redução do ativo maior do que contração das vendas.

Os indicadores de endividamento mostram o volume de dinheiro de terceiros usado para gerar lucros. Neste estudo, uma das variáveis utilizadas é o Indicador de Endividamento Geral, que mede a proporção dos ativos totais financiados pelos credores da empresa. Quanto mais alto o valor desse indicador, maior o volume relativo de capital de outros investidores usado para gerar lucros na empresa (GITMAN, 2004).

Credores preferem índices de endividamento baixos, pois quanto mais baixo o índice, maior a proteção contra prejuízos em caso de liquidação. Já os acionistas podem desejar uma maior alavancagem, porque isso aumenta os retornos (EHRHARDT; BRIGHAM, 2014).

Segundo Padoveze (2012), a empresa com níveis de endividamento mais altos podem se beneficiar de duas maneiras: (i) quando o custo dos empréstimos for menor que o lucro operacional e (ii) quando há aumento do nível de atividade. Contudo, maior o risco ela terá se ocorrer queda na atividade.

De acordo com Assaf Neto (2010), o crescimento no valor desse indicador pode, a princípio, denotar queda na rentabilidade. No entanto, essa conclusão não é definitiva. É necessário analisar o custo do endividamento em relação ao retorno desses recursos no ativo. Matarazzo (2010) complementa que uma empresa deve recorrer a capitais de terceiros quando a taxa de retorno do ativo for maior do que o custo da dívida.

Para Groppelli e Nikbakht (2010), quando a empresa se endivida em longo prazo, se compromete a pagar juros periódicos e liquidar o principal na data do vencimento. Nessa vertente, a empresa deverá gerar lucro suficiente para cobrir os pagamentos das dívidas.

Supõe-se que, com o IPO, esse índice sofra uma redução pelo aporte de capital no patrimônio líquido.

Esse indicador pode ser calculado da seguinte maneira:

$$\text{Endividamento Geral} = \frac{\text{Total de Passivos}}{\text{Ativo Total}}$$

De acordo com Wardil (2009), em média, as empresas se tornaram menos endividadas pela capitalização na oferta primária. Na pesquisa realizada por Bossolani (2009), as empresas pesquisadas se encontravam extremamente alavancadas antes do IPO. O IPO reduziu a alavancagem, rebalanceando a estrutura de capital, resultando na redução do custo médio de capital.

Para Ross et al. (2015), o capital próprio dos acionistas é chamado de patrimônio líquido no balanço patrimonial. O patrimônio líquido é a diferença entre o ativo e passivo. A participação do patrimônio líquido no ativo total da empresa é medida pela divisão do valor do Patrimônio Líquido sobre o valor do Ativo Total. Esse indicador mostra quanto dos ativos da empresa estão financiados por capital próprio. Pode ser representado pela seguinte fórmula:

$$\text{Participação do PL} = \frac{PL}{\text{Ativo Total}}$$

As Margens de Lucro Bruto e Líquido são medidas de lucratividade. Neste trabalho será tratada a Margem Líquida. Os indicadores de rentabilidade decorrem da produtividade do ativo (o giro), das margens de lucro sobre vendas (a lucratividade) e da estrutura de capital (participação do capital próprio no passivo total) (PADOVEZE; BENEDICTO, 2010).

A Margem Líquida é calculada dividindo o lucro líquido sobre a receita líquida de vendas. Essa margem revela o lucro por unidade monetária de vendas. Representa a proporção de cada unidade monetária de vendas após a dedução de todos os custos e despesas, incluindo juros, impostos, dividendos de ações preferenciais. Quanto mais alta a margem líquida melhor a rentabilidade (EHRHARDT; BRIGHAM, 2014; GITMAN, 2004).

Esse índice pode ser calculado da seguinte maneira:

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}}$$

Groppelli e Nikbakht (2010) afirmam que o nível da margem líquida varia de setor para setor e as companhias mais eficientes ou bem administradas registram maiores margens relativas de lucro.

Segundo Islam, Ahmed e Hasan (2012), uma das medidas de desempenho à base de contabilidade mais utilizadas pelos pesquisadores são retorno sobre ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), crescimento das vendas, ativos totais e lucro operacional.

O indicador de Retorno sobre os Ativos (ROA – *Return on Assets*) também chamado de Retorno do Investimento (ROI – *Return on Investment*) de uma empresa, mensura sua eficiência operacional em gerar lucros a partir dos seus ativos. É uma medida comum de desempenho gerencial. Com base no sistema *Dupont de controle financeiro*, o ROA também pode ser expresso em termos de margem de lucro e giro do ativo. Quanto mais alto for o valor, melhor (DAMODARAN, 2004; GITMAN, 2004; ROSS et al., 2015). Pode ser calculado do seguinte modo:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Matarazzo (2010) complementa que esta é uma medida de potencial da empresa em gerar lucro líquido. Para Assaf Neto (2010), o ROA está relacionado com captações de recursos. Se uma empresa obtiver capital de terceiros a taxas de juros superiores ao ROA, o resultado será inferior à remuneração aos credores, onerando-se a rentabilidade dos proprietários (acionistas).

De acordo com Da Silva (2013), o indicador de Retorno do Capital Próprio (ROE – *Return on Equity*), mede o retorno obtido no investimento do capital dos acionistas ordinários da empresa. Indica quanto de prêmio os acionistas da empresa estão obtendo em relação a seus investimentos no empreendimento. Em geral, quanto mais alto esse índice, melhor para os acionistas. É calculado da seguinte forma:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Segundo Padoveze e Benedicto (2010), a rentabilidade é resultante das operações da empresa em um determinado período e, portanto, envolve todos os elementos operacionais, econômicos e financeiros do empreendimento. A rentabilidade relaciona o lucro obtido com o investimento feito ou existente.

Segundo Wardil (2009), rentabilidade do patrimônio líquido é um dos critérios mais utilizados para aferir o desempenho das empresas nas análises econômico-financeiras. Do ponto de vista de quem investe em uma empresa, este é considerado o indicador mais importante. Um investidor, por exemplo, ao avaliar a rentabilidade do patrimônio líquido, poderá optar por uma aplicação no mercado financeiro, em vez de aplicar numa empresa que está oferecendo baixa rentabilidade. Esse tipo de análise resulta na avaliação do custo de oportunidade (WARDIL, 2009).

Outras variáveis foram utilizadas nas medidas de desempenho como as vendas (crescimento), tamanho (medido pelo ativo total) e IPO como variável *dummy*, descritos na metodologia.

## 2.6 Estudos antecedentes sobre IPO

Neste tópico são discutidos determinados trabalhos desenvolvidos por pesquisadores, tais como Aldrighi (2010), Biral (2010), Bossolani (2009), Jain e Kini (1994), Khurshed, Paleari e Vismara (2003), Mikkelson, Partch e Shah (1997), Pagano et al. (1998), Wardil (2009), Wong (2012), Zilio (2012), entre outros.

Com base na literatura de IPO, os pesquisadores em geral focam nos seguintes assuntos: o fenômeno do *underpricing*, *market timing*, causas de realizar IPO, impactos no desempenho das empresas pós IPO e desempenho de ações. Contudo, devido à natureza desta pesquisa, foram analisados trabalhos focados nos impactos do IPO no desempenho econômico e financeiro das empresas.

Para fins de compreensão, de acordo com Aldrighi (2010), a redução no preço da ação na oferta pública inicial em relação ao preço da ação que prevalece nos primeiros pregões do mercado secundário é chamada de *underpricing*. O *market timing* é quando empresas exploram a janela de oportunidade pelas condições favoráveis e euforia do mercado acionário. O *market timing* também pode criar incentivos para o “*window-dressing*”, isto é, manipulação de balanços, demonstrativos e prospectos para exploração do mercado acionário.



O primeiro trabalho analisado é dos autores Jain e Kini (1994) que investigaram a mudança de desempenho operacional de empresas que realizaram IPO. Como resultados, encontraram um declínio do desempenho significativo no ROA e fluxos de caixa operacionais. Analisaram uma amostra de empresas que realizaram IPO compreendendo os períodos de 1976 a 1988. Como metodologia realizaram Teste de Wilcoxon e utilizaram um modelo de regressão linear em corte transversal para avaliar o desempenho.

Segundo os autores, o declínio no desempenho operacional das empresas IPO, no entanto, vem com uma advertência. Estas empresas apresentaram um alto crescimento nas vendas e gastos de capital relativos a empresas do mesmo setor no período pós-IPO. Assim, o declínio do desempenho operacional das empresas IPO não pode ser atribuído à falta de oportunidades de crescimento de vendas ou cortes nos gastos de capital pós-IPO.

Há uma série de explicações potenciais para o declínio no desempenho operacional pós-emissão das empresas IPO. Uma explicação está relacionada com o potencial de aumento dos custos de agência quando uma empresa faz a transição de propriedade privada para propriedade pública, explicação essa em consonância com os trabalhos de Jensen e Meckling (1976).

Segundo Jensen e Mackling (1976), os custos de agência compreendem as despesas de acompanhamento pelos principais para fiscalizar os agentes garantindo aos principais, transparência aos seus interesses.

Uma segunda razão pode ser que os gerentes tentam mascarar seus resultados contábeis antes de se tornarem públicos. Isso fará com que o desempenho pré-IPO seja exagerado e o desempenho pós-IPO subestimado.

Já para Mikkelson, Partch e Shah (1997), que analisaram o controle de propriedade e desempenho operacional das empresas que realizaram IPO, a explicação com base no nível de participação de propriedade e teoria da agência teve pouco impacto na queda do desempenho operacional das empresas. Para esses autores, as empresas realizaram IPO depois de um período de alto desempenho operacional. Porém, logo após IPO, o desempenho médio das empresas foi diminuindo devido a outros componentes secundários, como o tamanho da empresa e idade. Essas conclusões vão ao contrário dos resultados obtidos por Jensen e Meckling (1976), em que a redução do nível de propriedade por causa do IPO provavelmente levará ao problema de agência, afetando o desempenho operacional das empresas.

Os pesquisadores Pagano, Panetta e Zingalles (1998), realizaram um estudo sobre os fatores determinantes da decisão de abrir o capital e os efeitos desse impacto. Com base em

uma amostra com empresas italianas e utilizando modelo de regressão logística, estudaram que o principal fator determinante da decisão de abrir o capital é a mediana da relação entre valor de mercado e valor contábil das empresas de cada setor. Constataram redução no investimento e na lucratividade após a realização do IPO e concluíram que a variável *market to book* do setor (relação do valor de mercado e o valor contábil da empresa no setor), revelaram que as empresas aproveitaram momentos de euforia no mercado acionário (*market timing*). Observaram também, que houve redução na rentabilidade e na alavancagem após IPO mesmo depois de três anos de listagem.

Puderam avaliar que o tamanho da empresa, assim como empresas com crescimento de vendas acelerado têm mais probabilidade de realizar IPO, ou seja, empresas maiores são mais propensas a abrir o capital. No caso de empresas pertencentes a um grupo econômico, o tamanho não se mostrou importante. O trabalho desses autores é um dos poucos fundamentados em dados sistemáticos a analisar as causas e efeitos das IPOs.

Khurshed, Paleari e Vismara (2003) realizou pesquisa na qual investigou o desempenho operacional das empresas que realizaram IPO em um dos mercados mais importantes do mundo, a Bolsa de Valores de Londres e também no AIM (*Alternative Investment Market*) ou Mercado de Investimento Alternativo feito para empresas pequenas, novas e menos lucrativas do que as empresas listadas na Bolsa de Londres.

Totalizando uma amostra de 411 empresas, os autores utilizaram a metodologia de regressão linear utilizando modelos fixos. Constataram que o desempenho das empresas que realizaram IPO, medido pelo ROA, declinaram permanentemente após IPO na lista oficial. Resultados esses consistentes com a literatura teórica e empírica. Já na AIM, os autores encontraram aumento positivo e significativo em 10% no ROA para o ano do IPO. Verificaram também queda na rotatividade dos ativos dois e três anos após IPO, assim as empresas aumentaram seus ativos mais rapidamente do que suas vendas em torno do IPO.

Observaram também, assim como outros estudos, que as empresas reduziram a alavancagem após IPO como consequência da entrada de capital. Duas hipóteses são levantadas: a primeira é que o capital levantado no IPO é usado para reequilibrar a estrutura de capital das empresas. Na segunda hipótese, o mercado de ações é visto como fonte de capital, quando outras fontes não estão mais disponíveis ou possuem custo elevado de captação.

Seguindo a temática, a pesquisa realizada por Aldrighi (2010), aborda tanto as decisões de realizar IPO quanto o desempenho das empresas antes e após IPO. A amostra con-

templou empresas que realizaram IPO entre os anos de 2004 a 2008 no Brasil, totalizando 109 empresas. Foi utilizado o modelo de regressão logística tendo como principais variáveis a receita operacional bruta, ROA, a alavancagem e *market to book ratio*. Segundo Roychowdhury e Watts (2007), *market to book ratio* ou mercado livro, é a relação entre o valor de mercado do patrimônio líquido e a valor contábil do patrimônio líquido.

Analisando apenas os resultados do que acontece após o IPO, a variável alavancagem, teve queda média. As variáveis de lucro líquido e receita operacional bruta possuíam médias bastante elevadas nos períodos após IPO em relação a antes do IPO. Concluiu-se, também, que as empresas da amostra que fizeram IPO tiveram média do retorno sobre os ativos (ROA) bastante similares tanto antes quanto depois do IPO.

Bossolani (2009) analisou se as empresas no Brasil melhoraram seu desempenho (maior crescimento e maior rentabilidade) após IPO. Para isso, coletaram dados de todas as empresas não financeiras que fizeram IPO na BM&FBOVESPA entre o período de janeiro de 2004 e dezembro de 2006, totalizando 36 empresas. As variáveis estudadas foram: idade das empresas, grau de alavancagem, capital levantado, estrutura acionária, o retorno do patrimônio líquido (ROE) e retorno dos ativos (ROA).

Como método estatístico foi utilizado a ANOVA (*Analysis of Variance between groups*) e para determinar o desempenho utilizou-se o modelo de regressão linear generalizado com modelos para crescimento e rentabilidade.

Os resultados da regressão no estudo do crescimento dos ativos como variáveis testes tiveram como variáveis significantes a alavancagem, capital levantado e ROA. A receita líquida como variável teste teve como resultado o capital levantado como variável significativa. O avanço da idade das empresas não foi considerado uma variável significativa, resultado esse diferente dos achados de Mikkelson, Partch e Shah (1997), nos quais a idade influenciou a queda no desempenho operacional. Com relação à alavancagem, os resultados encontrados não indicaram que esta variável afetou no crescimento das empresas.

Também, os perfis da dívida das empresas possuíam uma parcela maior de dívida de curto-prazo no período pré-IPO, atingindo mais de 35% da dívida total. Além disso, notaram-se um aumento do total das dívidas após o IPO, indicando que novas captações foram feitas para o rebalanceamento da estrutura de capital na busca do ponto ótimo. No caso do modelo de regressão do ROE, as variáveis não foram significativas enquanto o ROA foi afetado negativamente pela alavancagem.

Uma das conclusões é que, logo após o IPO, estas empresas utilizaram-se dos recursos da oferta de ações para aumentar seus investimentos e acelerar o crescimento dos ativos e receitas, tornando-se menos alavancadas que no período pré-IPO. Desta forma, uma alavancagem menor, resultou em despesas financeiras menores e as empresas conseguiram manter sua rentabilidade após o IPO.

Na pesquisa realizada por Wardil (2009), foi examinado o impacto dos IPOs no tamanho, endividamento e lucratividade das empresas brasileiras por meio de múltiplos calculados por meio de informações contábeis contemplando IPOs' no período de 2004 a 2007 com uma amostra de 93 empresas. Foram feitas regressões para os seguintes múltiplos: Lucro antes dos juros, impostos e depreciação (LAJID); Margem LAJID; ROE e Alavancagem Financeira.

As principais variáveis de controle estudadas nos modelos foram o Ativo Total (AT), Patrimônio Líquido (PL), Índice Bovespa, Imobilização do capital próprio, Resultado operacional, Margem bruta, Endividamento, entre outras. Uma das conclusões é que as empresas se tornaram menos rentáveis após o ano do IPO, uma explicação poderia ser o fato de o capital próprio investido ter aumentado proporcionalmente mais que o retorno da empresa. As médias do PL e das receitas tiveram aumento relevante no período estudado revelando crescimento das empresas.

Os resultados dos testes com os modelos econométricos demonstraram que o IPO teve impacto positivo sobre o lucro antes dos juros, impostos e depreciação (LAJID) e a margem LAJID. O modelo mostrou um efeito negativo do IPO sobre a alavancagem financeira, ou seja, houve uma conseqüente diminuição da utilização do capital de terceiros.

Biral (2010) pesquisou o desempenho de 69 empresas que abriram o capital no período de 2004 a 2008 no Brasil, utilizando a metodologia de pareamento. Identificou que as empresas que abriram o capital apresentaram maior crescimento dos ativos e vendas e eram mais alavancadas antes do IPO, mas não encontrou mudanças no desempenho operacional após o IPO.

Biral (2010) utilizou as seguintes variáveis na pesquisa: variação do crescimento da receita e dos ativos, alavancagem, retorno sobre os ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), LAJIDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) e o fluxo de caixa livre. Como resultados, as empresas que abriram o capital tiveram, antes do IPO, desempenho superior às empresas que já tinham capital aberto. Além disso, apresentavam maior crescimento dos ativos e das receitas e eram mais alavancadas antes do IPO. No entanto, para rentabilidade, os resultados não foram conclusivos, pois nenhum dos indicadores se-

leccionados gerou resultados estatisticamente significativos. Por fim, com base nos testes efetuados com a metodologia de pareamento, o autor não chegou a resultados conclusivos acerca da variação de desempenho pós IPO.

Zilio (2012) realizou pesquisa analisando os fatores que influenciaram a decisão de realizar IPO e as implicações sobre o desempenho operacional *ex post*. Utilizou amostra com empresas brasileiras de capital aberto e fechado no período de 2002 a 2010. Foi utilizado o modelo econométrico com base na técnica *PSM (Propense Score Matching)*. Essa técnica visa reduzir o viés de seleção pela comparação de resultados por meio de variáveis similares de tratamento e controle.

Como resultados observou que as empresas que realizaram IPO eram menores e mais endividadas apresentando maiores taxas de rentabilidade, investimento e crescimento. O autor concluiu que há evidências de que as empresas exploraram circunstâncias favoráveis de preços de ações das empresas já listadas nos setores que operavam. Analisou o desempenho operacional das empresas que realizaram IPO e os resultados revelaram, em consonância com outros autores, queda do ROA (variável mais utilizada na literatura) e na alavancagem pós IPO.

Por fim, os resultados para os IPOs' realizados de 2004 a 2007 não indicaram diferença estatisticamente significativa de rentabilidade nos anos posteriores à abertura de capital entre IPOs' e não IPOs'. Assim, na média, não há ganhos e perdas de rentabilidade financeira de empresa que realiza IPO segundo o autor.

Wong (2012), investigou o desempenho operacional de 418 IPOs na Bolsa de Valores de Hong Kong. Analisou medidas de rentabilidade das empresas de três anos antes até cinco anos depois do ano do IPO. Utilizou a regressão múltipla como método e as seguintes variáveis para medir o desempenho: margem de lucro, retorno sobre os ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio (ROE), crescimento do volume de negócios e crescimento do lucro líquido.

Como resultados, a rentabilidade das empresas após IPO declinaram apesar do crescimento contínuo do volume de negócios (vendas) durante os anos pós-emissão. Essa queda é maior no primeiro ano após a emissão. Verificou que o desempenho operacional das empresas que realizaram IPO atingiu seu pico um ano antes da listagem ou no ano da listagem. Outro achado, por meio de uma investigação mais aprofundada, confirmaram que as empresas que realizaram IPO, em geral, fazem uso do aumento de lucro para gerenciar seus

ganhos para cima, no ano em que elas realizam IPO. Esse gerenciamento de ganhos aumenta ainda mais o declínio no desempenho dos lucros após IPO.

Por fim, segundo Wong (2012), são três os problemas associados com a queda do desempenho operacional. Em primeiro lugar, a diluição da participação de um gerente-proprietário na empresa quando ela vai a público, provavelmente dará origem ao problema da agência. Em segundo lugar, as empresas tendem a realizar IPO no auge do seu desempenho a longo prazo, que sabem que não podem ser sustentadas no futuro. Em terceiro lugar, o desempenho pré-IPO é exagerado, enquanto o desempenho pós-IPO pode ser subestimado, sendo essa hipótese relacionada com os achados de Jain e Kini (1994).

Contudo, com o objetivo de resumir essas informações, o quadro a seguir mostra os principais autores, objetivos, metodologias e resumo dos resultados obtidos em relação ao desempenho econômico e financeiro das empresas que realizaram IPO.

Quadro 4 – Estudos antecedentes do desempenho operacional dos IPOs'. (Continua).

<b>Autor/Data</b>	<b>Objetivo Geral</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Resumo dos resultados</b>
Jain e Kini (1994)	Analisar a mudança do desempenho operacional de empresas antes e após o IPO.	Teste de Wilcoxon; Regressão linear em corte transversal.	Mostrou um declínio no desempenho operacional do ROA das empresas após o IPO, afetado pela participação de propriedade.
Mikkelson, Partch e Shah (1997).	Estudar o controle de propriedade e desempenho operacional das empresas que realizaram IPO.	Teste de Wilcoxon; Regressão Linear OLS – <i>Ordinary Least-Square</i> ou MQO – Mínimos Quadrados Ordinários.	Encontraram declínio no desempenho operacional das empresas após IPO, afetado pelo tamanho e idade das empresas.

Quadro 4 – Estudos antecedentes do desempenho operacional dos IPO's. (Continua).

<b>Autor/Data</b>	<b>Objetivo Geral</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Resumo dos resultados</b>
Pagano, Panetta e Zingalles (1998).	Analisar os fatores determinantes da decisão de abrir o capital e os efeitos desse impacto no desempenho em empresas italianas.	Regressão Logística	Constataram queda na lucratividade, rentabilidade e alavancagem das empresas após realização do IPO.
Khurshed, Paleari e Vismara (2003).	Investigar o desempenho operacional das empresas que realizaram IPO na Bolsa de Valores de Londres.	Regressão Linear - Efeitos Fixos.	Concluíram que houve declínio do desempenho operacional das empresas na Bolsa de Valores de Londres medido pelo ROA.
Bossolani (2009).	Analisar se as empresas no Brasil melhoram seu desempenho (maior crescimento e maior rentabilidade) após IPO.	Análise de Variância e Regressão Linear.	As empresas aceleraram o crescimento dos ativos e receitas após IPO. Constatou também que as empresas mantêm a rentabilidade após IPO e que há aumento das dívidas.
Wardil (2009)	Examinar o impacto do IPO no tamanho, endividamento e lucratividade das empresas brasileiras	Regressão Linear	Houve queda na rentabilidade e crescimento das receitas após o primeiro ano do IPO. O IPO gerou efeito negativo na alavancagem e positivo na Margem LAJID.
Biral (2010)	Analisar o desempenho de 69 empresas que abriram o capital no período de 2004 a 2008 no Brasil.	Metodologia de pareamento.	Mostrou crescimento dos ativos e vendas após IPO. Mas não obteve resultados conclusivos acerca da variação de desempenho.

Quadro 4 – Estudos antecedentes do desempenho operacional dos IPO's. (Conclusão).

<b>Autor/Data</b>	<b>Objetivo Geral</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Resumo dos resultados</b>
Aldrighi (2010)	Analisar os fatores determinantes de realizar IPO e desempenho.	Regressão Logística	Apontou um crescimento das receitas e lucro líquido e queda na alavancagem após IPO. Não encontrou variação no desempenho da rentabilidade medido pelo ROA.
Zilio (2012)	Analisar os fatores que influenciam a decisão de realizar IPO e as implicações sobre o desempenho operacional <i>ex post</i> .	Metodologia de pareamento <i>PSM</i> ( <i>Propense Score Matching</i> ).	Mostrou uma queda no ROA e na alavancagem após IPO
Wong (2012)	Investigar o desempenho operacional de 418 IPO's na bolsa de valores de Hong Kong	Regressão Linear	Concluiu que houve crescimento das vendas e queda na rentabilidade (ROA e ROE).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme quadro 4, dos dez autores pesquisados, cinco são nacionais e cinco são internacionais. Os autores utilizaram, em sua maioria, modelos de regressão linear ou logística. Os estudos revelaram aumento das receitas e ativos após IPO. Porém, a maioria dos estudos analisados encontram queda no desempenho após IPO em termos de lucratividade, rentabilidade e alavancagem.

As variáveis mais abordadas nesses estudos são as receitas, tamanho da empresa medida tanto pelo ativo total como pelas vendas, retornos (ROA e ROE), endividamento, *market to book*, idade, margem bruta, LAJIDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) e lucro líquido.

Conforme proposto na pesquisa, é tratado o desempenho das empresas e a descrição das variáveis utilizadas na metodologia deste estudo com base nos estudos antecedentes analisados.



### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Nesta etapa do estudo são descritos os métodos que foram utilizados na produção deste trabalho envolvendo o tipo de pesquisa, objeto de estudo e amostragem, técnicas e instrumentos de coleta de dados, tratamento, análise e interpretação dos dados e variáveis utilizadas nos modelos de regressão. A metodologia está associada a caminhos, formas, maneiras e procedimentos para atingir determinado objetivo.

#### 3.1 Tipo de pesquisa

A presente pesquisa é explicativa e quantitativa, pois tem o objetivo de explicar o desempenho das empresas por meio de modelagem matemática aplicada às finanças. Segundo Vergara (2009), a investigação explicativa visa esclarecer quais fatores contribuem para a ocorrência de determinado fenômeno. Para Cooper e Schindler (2011), a pesquisa quantitativa tenta fazer uma mensuração precisa de algo. O foco é descrever, explicar e /ou prever com base numa amostragem probabilística.

A pesquisa também se encaixa no paradigma estrutural do consenso, pois envolve causa e efeito. Oliveira (1988, p. 123) relata o conceito de positivismo do seguinte modo:

Positivismo é a atitude do pesquisador que, diante do seu objeto de interesse, o mundo social, assume como postulados que a sociedade é regida por leis que atuam independente da vontade e da ação dos homens, e que ela pode, assim, ser estudada pelos mesmos métodos empregados pelas ciências da natureza: devendo, dessa forma, as ciências sociais se limitarem à observação e à explicação causal dos fenômenos, de maneira objetiva, neutra, livre de julgamentos de valor ou ideologia e afastando, desde o começo, todas as pré-noções e pré-julgamentos.

Qualquer forma de realidade para um positivista é composta de relações causais entre fenômenos. A existência de um fenômeno particular (Y) é explicada pela identificação de outro fenômeno (X) como sua causa (Y *f* X) (OLIVEIRA, 1988). O presente estudo utilizou análise de regressão que será tratada nos próximos tópicos.

O trabalho também constitui de pesquisa bibliográfica (fontes secundárias), tratando do financiamento para as empresas, bolsa de valores, abertura de capital e desempenho operacional. Para Vergara (2009), pesquisa bibliográfica é o estudo sistematizado desenvolvido

com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas fornecendo instrumental analítico para outras pesquisas.

Cooper e Schindler (2011) complementam que as fontes secundárias são interpretações de dados primários. Dentro de uma empresa, os relatórios anuais de investimento, as demonstrações financeiras padronizadas, relatórios de vendas entre outros também são exemplos de fontes secundárias, pois são compilados a partir de uma variedade de fontes primárias. Segundo Mattar (2005), os dados secundários são aqueles que já foram coletados, tabulados, ordenados e que estão catalogados à disposição dos interessados.

Neste trabalho, as fontes secundárias utilizadas advêm de livros, artigos, dissertações, teses e de instituições referendadas como a BM&FBOVESPA, Banco Mundial, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entre outras. Outras fontes de dados secundários utilizadas foram demonstrações financeiras (balanço patrimonial e demonstração do resultado do exercício) de empresas que realizaram IPO entre o período de 2008 a 2013. Esses documentos foram encontrados pela internet nos sites das empresas por meio do link relações com investidores ou também por meio do site da BM&FBOVESPA.

### **3.2 Objeto de estudo e amostragem**

Neste tópico é definida a população amostral. Segundo Vergara (2009), população é o conjunto de elementos podendo ser empresas, produtos, pessoas entre outros, que possuem as características de objetos de estudo. População amostral ou amostra é uma parte da população escolhida de acordo com algum critério de representatividade. No presente trabalho o objeto de estudo contempla o conjunto de elementos da população, que são as empresas que realizaram IPO na BM&FBOVESPA entre o período de 2008 a 2013, no caso uma população amostral de 45 empresas, a princípio, de acordo com dados da BM&FBOVESPA (2016).

Com base na amostra inicial, compreendendo o período de 2008 a 2013, 45 empresas realizaram IPO capitalizando na oferta primária mais de 43 bilhões de reais ao total, conforme informações da BM&FBOVESPA (2016b).

Contudo, da amostra inicial de 45 empresas, foram excluídas dezessete por diversos aspectos descritos a seguir:

- Fechamento de capital de empresas;
- Empresas recém-criadas e/ou criadas abrindo o capital (ano do IPO);
- Instituições bancárias e operadoras de cartão de crédito;

- Empresas que foram vendidas para outras empresas;
- Empresas em recuperação judicial.

Finalmente, conforme as exclusões da amostra inicial, sobraram 28 (vinte e oito) empresas que foram analisadas. O quadro a seguir tem como objetivo mostrar a população amostral final, o ano do IPO, o período de dados analisados de cada empresa e o setor em que as empresas atuam. O setor de serviços, em geral, tem maior quantidade de IPO na amostra.

Quadro 5 – População amostral final.

<b>Empresas</b>	<b>Ano do IPO</b>	<b>Período de dados analisados</b>	<b>Setor na bolsa em que a empresa atua</b>
NUTRIPLANT	2008	2005-2015	Fertilizantes e Defensivos
HYPERMARCAS	2008	2005-2015	Produtos Diversos
LE LIS BLANC	2008	2005-2015	Tecidos, Vestuário e Calçados
CETIP	2009	2006-2015	Serviços Financeiros Diversos
DIRECIONAL	2009	2006-2015	Construção Civil
FLEURY	2009	2006-2015	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos
ALIANSCA	2010	2007-2015	Exploração de Imóveis
BR PROPERT	2010	2007-2015	Exploração de Imóveis
ECORODOVIAS	2010	2007-2015	Exploração de Rodovias
MILLS	2010	2007-2015	Serviços Diversos
JULIO SIMOES	2010	2007-2015	Transporte Rodoviário
RENOVA	2010	2007-2015	Energia Elétrica
RAIA	2010	2007-2015	Medicamentos
AREZZO CO	2011	2008-2015	Tecidos, Vestuário e Calçados
SIERRABRASIL	2011	2008-2015	Exploração de Imóveis
TIME FOR FUN	2011	2008-2015	Produção de Eventos e Shows
MAGAZ LUIZA	2011	2008-2015	Eletrodomésticos
QUALICORP	2011	2008-2015	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos
TECHNOS	2011	2008-2015	Acessórios
LOCAMERICA	2012	2009-2015	Aluguel de carros
UNICASA	2012	2009-2015	Móveis
LINX	2013	2010-2015	Programas e Serviços
SENIOR SOL	2013	2010-2015	Programas e Serviços
BIOSEV	2013	2010-2015	Açúcar e Alcool
ALUPAR	2013	2010-2015	Energia Elétrica
ANIMA	2013	2010-2015	Serviços Educacionais
SER EDUCA	2013	2010-2015	Serviços Educacionais
CVC BRASIL	2013	2010-2015	Viagens e Turismo

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme o quadro 5, a amostra envolveu um total de 28 empresas distribuídas em diversos setores classificados pela BM&FBOVESPA. Pode-se inferir que a maioria das empresas que realizaram IPO está no setor de serviços. São diversos tipos de serviços como: ser-

viços educacionais, viagens e turismo, médicos, hospitalares, entre outros. O período analisado compreende os anos de 2005 a 2015, variando de empresa para empresa com base no ano do IPO, gerando 230 observações para cada variável nos modelos de regressão.

Nesta pesquisa, a amostragem é não probabilística. Segundo Cooper e Schindler (2011), a amostragem não probabilística é não aleatória e subjetiva, com base em um padrão ou esquema. A amostra foi definida e constituída de acordo com determinados padrões e justificativas.

A população amostral tem como ponto de partida a crise internacional dos *subprimes* de 2008, considerando empresas que realizaram IPO dessa data em diante até 2013. Foram necessárias informações antes e depois do IPO para todas as empresas.

Foram utilizados dados de até três anos antes do IPO e no mínimo dois anos depois, pois empresas que fizeram IPO em 2013 têm informações disponíveis até 2015. Como as datas dos IPOs variam, foi utilizada a técnica de dados em painel desbalanceado.

Os dados utilizados abrangeram até três anos antes do IPO e no mínimo dois anos depois, pois empresas que fizeram IPO em 2013 tem informações disponíveis até 2015. Empresas que abriram capital na BM&FBOVESPA são obrigadas pela CVM a divulgar informações de balanços e demonstrações até três anos antes do IPO.

A crise financeira internacional dos *subprimes*<sup>3</sup> afetou a economia e mercado de capitais no Brasil. A quantidade de IPOs reduziu em relação aos anos anteriores. A crise também afetou as vendas e lucros das empresas. A amostra serviu de base para procedimentos de estatística descritiva e multivariada sendo utilizada a análise de regressão linear múltipla.

A tabela 2, a seguir, tem o objetivo de mostrar o volume arrecadado na oferta primária de cada empresa que compõe a amostra final e a data de fixação do preço.

Os maiores valores arrecadados nas ofertas primárias de ações das companhias que compõem a amostra foram das empresas Ecorodovias, BR Propert, Alupar Biosev, Fleury, Magazine Luiza e Raia Drogasil. As outras empresas tiveram arrecadação primária abaixo dos 500 milhões de reais. O volume arrecadado na oferta primária das empresas Cetip e CVC Brasil não estava disponível nas planilhas da BM&FBOVESPA.

---

<sup>3</sup> A crise financeira internacional conhecida como crise dos *subprimes* é uma profunda crise de confiança iniciada em 2007, decorrente de uma cadeia de empréstimos originalmente imobiliários baseados em devedores insolventes que, ao levar os agentes econômicos a preferirem a liquidez e assim liquidar seus créditos, levou bancos e outras empresas financeiras à situação de quebra mesmo que elas próprias estivessem solventes. A crise adquiriu proporções tais que acabou por se transformar, após a falência do banco de investimentos *Lehman Brothers*, numa crise sistêmica (BRESSER-PEREIRA, 2009).

Tabela 2 – Volume arrecadado na oferta primária (IPO) – 2008 a 2013.

<b>Empresas</b>	<b>Data de fixação do preço</b>	<b>Volume arrecadado na oferta primária - R\$</b>
NUTRIPLANT	11/02/2008	20.701.000
HYPERMARCAS	16/04/2008	612.390.099
LE LIS BLANC	25/04/2008	150.187.500
CETIP	26/10/2009	-
DIRECIONAL	17/11/2009	273.999.999
FLEURY	15/12/2009	630.233.120
ALIANSCÉ	27/01/2010	450.000.000
BR PROPERT	04/03/2010	747.500.000
ECORODOVIAS	30/03/2010	874.000.000
MILLS	14/04/2010	425.925.926
JULIO SIMOES	19/04/2010	477.902.824
RENOVA	08/07/2010	160.707.000
RAIA	16/12/2010	525.655.800
AREZZO CO	31/01/2011	195.588.242
SIERRABRASIL	01/02/2011	465.020.860
TIME FOR FUN	11/04/2011	187.586.208
MAGAZINE LUIZA	28/04/2011	583.911.472
QUALICORP	27/06/2011	353.852.577
TECHNOS	28/06/2011	180.608.109
LOCAMERICA	19/04/2012	163.636.362
UNICASA	25/04/2012	127.909.096
LINX	06/02/2013	343.102.500
SENIOR SOL	06/03/2013	39.655.163
BIOSEV	15/04/2013	700.000.005
ALUPAR	22/04/2013	821.226.100
ANIMA	24/10/2013	426.020.572
SER EDUCA	25/10/2013	309.714.090
CVC BRASIL	05/12/2013	-

**Fonte:** BM&FBOVESPA (2016b). Ofertas Públicas e IPO

### 3.3 Técnicas e instrumentos de coleta de dados

Os dados coletados compreendem dados secundários das empresas de capital aberto da amostra mencionada. Abrangem dados econômicos e financeiros dessas empresas com base nas demonstrações financeiras de cada uma delas. Estes dados foram coletados de acordo com o modelo de regressão. Foram coletadas informações de três anos antes do IPO, na data do IPO e no mínimo dois anos posteriores ao evento. Empresas que fizeram IPO em 2013 possuem, por exemplo, apenas informações dois anos após IPO.

Os dados foram coletados por meio dos balanços patrimoniais e demonstração do resultado do exercício consolidados das empresas por meio dos relatórios dos investidores disponíveis na internet ou também disponíveis no site da BM&FBOVESPA.

### 3.4 Tratamento, análise e interpretação dos dados

Para alcançar os objetivos da pesquisa, é necessário coletar e tratar os dados e, posteriormente, interpretá-los. Os dados coletados nas demonstrações financeiras foram tratados no Excel® gerando uma planilha das variáveis utilizadas para análise computadorizada no programa estatístico *Gretl* onde foram realizadas as estatísticas descritivas e rodados os modelos de regressão cujos resultados são interpretados e analisados posteriormente. Grande parte das estatísticas descritivas foi tratada no Excel®

Para tratar os dados, foi utilizado procedimento estatístico com teste de hipóteses paramétrico. Nesse procedimento estatístico foi utilizada uma técnica de estatística multivariada. A técnica utilizada foi a análise de regressão linear múltipla considerada uma técnica de dependência.

Segundo Hair et al. (2009), as técnicas de dependência são baseadas no uso de um conjunto de variáveis independentes para prever e explicar uma ou mais variáveis independentes. As técnicas variam no tipo e na característica da relação.

Quando houver uma variável explicativa, temos uma regressão simples. Quando houver mais de uma variável explicativa no mesmo modelo, temos a regressão múltipla, que é uma técnica multivariada de dependência (FÁVERO et al., 2009).

A análise de regressão é a técnica de dependência mais amplamente usada e versátil. Seus usos variam desde os problemas mais gerais até os mais específicos. A análise de regressão é o fundamento para os modelos de previsão em negócios variando de modelos econométricos que preveem a economia nacional até modelos de desempenho de uma empresa (HAIR et al., 2009).

A regressão linear é a técnica que busca estimar o valor esperado para uma variável, denominada dependente, a partir da variação de outras variáveis independentes, explicativas ou preditoras (FÁVERO, 2009; HAIR et al., 2009).

Conforme Fávero (2009) e Gujarati e Porter (2011), o objetivo da análise de regressão é estudar a relação entre duas (simples) ou mais variáveis (múltipla) explicativas que apresentem forma linear e uma variável dependente métrica. Assim, um modelo de regressão linear, de modo geral pode ser escrito da seguinte forma:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + u$$

em que:

Y = fenômeno do estudo (variável dependente métrica);

$\alpha$  = representa o intercepto (constante)

$\beta_k$  = são os coeficientes de cada variável (coeficientes angulares)

$u$  = distúrbio ou termo de erro,

O distúrbio também conhecido como resíduo, representa possíveis variáveis  $X$  que não foram inseridas no modelo e que seriam variáveis explicativas da variável  $Y$  (FÁVERO et al., 2009).

Nessa pesquisa foi utilizada a técnica de dados em painel. Os modelos envolvem dados provenientes de várias *cross sections* ao longo do tempo (dados em painel). De acordo com Fávero et al. (2009), a análise de dados em painel elabora um mix das abordagens de *cross section* e série temporal pela necessidade de se trabalhar com banco de dados que apresente diversas observações monitoradas ao longo de vários períodos de tempo.

Fávero et al. (2009) e Gujarati e Porter (2011) afirmam que, combinando séries temporais com observações de corte transversal, os dados em painel oferecem redução de problemas de multicolinearidade de variáveis explicativas, geram dados mais informativos, maior variabilidade, mais eficiência e maior grau de liberdade. Quanto maior o número de observações para se trabalhar, maior o número de graus de liberdade e eficiência dos parâmetros. Ainda Gujarati e Porter (2011) complementam que os dados em painel são mais adequados para examinar a dinâmica da mudança.

Contudo, para dados em painel, foram utilizadas duas abordagens: modelo de efeitos fixos e modelo de efeitos aleatórios. Para Fávero et al. (2009), os modelos fixos consideram as alterações nas *cross sections* ao longo do tempo. Pode ser escrito da seguinte maneira:

$$Y_{it} = \alpha.D_i + \beta_1 X_{it} + u_{it}$$

Em que o intercepto de cada observação corresponderá à sua Dummy  $D_i$ . O subscrito  $i$  no termo intercepto sugere que os interceptos das observações (empresas), podem ser diferentes devido às características peculiares de cada observação (FÁVERO et al., 2009).

Os modelos de efeitos aleatórios ou modelos de componentes de erros são compostos por dois ou mais erros. Se as variáveis representam falta de conhecimento sobre o modelo, essa informação pode ser expressa pelo termo de erro (GUJARATI; PORTER, 2011).

De acordo com Fávero et al. (2009), o modelo de efeitos aleatórios pode ser escrito da seguinte forma:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{it} + w_{it}$$

Segundo Gujarati e Porter (2011), o termo de erro composto  $w_{it}$  consiste em dois componentes: (i) componente de corte transversal ou específico dos indivíduos (empresas) e (ii) o elemento de erro combinando a série temporal e corte transversal, às vezes chamado de termo idiossincrático, pois varia com a empresa e o tempo. A diferença entre o efeito fixo e aleatório é a forma pela qual o componente de erro individual (i) é tratado.

Para definir qual o melhor modelo, foi aplicado o teste de *Hausman*. Segundo Fávero et al. (2009), o teste de *Hausman* testa as seguintes hipóteses:

- $H_0$ : o modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios)
- $H_1$ : o modelo de correção de erros não é adequado (efeitos fixos).

Os dados em painel envolvem as informações das vinte e oito empresas da amostra acompanhadas ao longo do tempo (2005-2015) considerado um painel curto. Segundo Gujarati e Porter (2011), no painel, curto o número de sujeitos em corte transversal  $N$  é maior que o número de períodos de tempo,  $T$ . A base de dados tem periodicidade anual.

Segundo Cooper e Schindler (2011), a regressão, além de ser uma ferramenta descritiva, é usada como ferramenta de inferência para testar hipóteses e estimar valores de uma população.

### 3.5 Definição das variáveis

As variáveis utilizadas na pesquisa estão relacionadas abaixo. Essas variáveis são baseadas em estudos antecedentes como Bossolani (2009), Kurshed, Paleari e Vismara (2003), Pagano, Panetta e Zingales (1998), Wardil (2009) e Zilio (2012).

- Vendas – Receita Líquida de Vendas $_{it}$ ;
- Tamanho – Logaritmo do Ativo Total $_{it}$ ;
- Giro do Ativo $_{it}$  ;
- Margem Líquida – ML $_{it}$ ;
- Retorno dos Ativos – ROA $_{it}$ ;
- Retorno do Patrimônio Líquido – ROE $_{it}$ ;
- IPO – Variável Dummy;
- Endividamento Geral $_{it}$  .



- Participação do Patrimônio Líquido

Segundo Aldrighi (2010), a variável “vendas” é uma *proxy* do tamanho da empresa. Como existe grande variabilidade entre as receitas das empresas na amostra, foi utilizado logaritmo natural da receita.

Portanto, a variável de crescimento das empresas é medida pelo Logaritmo da Receita Líquida de Vendas e o tamanho foi medido pelo Logaritmo do Ativo Total (AT) de cada empresa *i* no período *t*.

A variável IPO foi incluída como variável *Dummy* para captar os impactos no desempenho antes e depois do IPO. Foram atribuídos valores zero (0) para as empresas antes do IPO e um (1) para empresas que realizaram IPO. As variáveis de retorno são medidas pelo ROA e ROE.

De forma resumida, o quadro a seguir apresenta as variáveis dependentes dos modelos, seus respectivos conceitos, fórmula e impactos esperados do IPO.

Quadro 6 – Variáveis Dependentes. (Continua).

Variável	Conceito	Fórmula	Impactos Esperados
<b>Receita Líquida de Vendas</b>	São as receitas totais que representam o total de vendas realizadas pela empresa em determinado período.	–	Positivo
<b>Retorno do Patrimônio Líquido (ROE)</b>	O retorno do patrimônio líquido é a verdadeira medida de desempenho. É o rendimento dos proprietários (acionistas) por real investido.	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{PL}$	Positivo

Quadro 6 – Variáveis Dependentes. (Conclusão).

Variável	Conceito	Fórmula	Impactos Esperados
<b>Retorno dos Ativos (ROA)</b>	O retorno sobre o ativo é uma medida do lucro por real em ativos. É um índice de retorno contábil.	$ROA = \frac{Lucro\ Líquido}{Ativo\ Total}$	Positivo
<b>Margem líquida – ML (lucratividade das vendas)</b>	Esse indicador revela a rentabilidade das vendas.	$ML = \frac{Lucro\ Líquido}{Vendas\ Líquidas}$	Positivo

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os modelos de regressão, nesta pesquisa, compreendem: modelo de crescimento, dois modelos de retorno (ROA e ROE) e um modelo de lucratividade (margem líquida). Para cada modelo foi elaborada uma hipótese, com base nos estudos antecedentes, descritas a seguir:

Hipótese 1: Após IPO, as empresas têm mais acesso a recursos financeiros e expandem suas vendas e mercados.

$$RecLiqVendas = a_0 + B1LogAtivoTotal_{it} + B2EndGeral_{it} + B3GiroAT_{it} + B4DummyIPO + u_{it}$$

As receitas representam as vendas realizadas. Para analisar o impacto da oferta inicial foi utilizada a variável *dummy* IPO. As variáveis de controle utilizadas nesse modelo foram o logaritmo do ativo total representando o tamanho, o endividamento geral (alavancagem) e giro do ativo, este último indicando a eficiência com que a empresa usa seus ativos para gerar vendas.

Hipótese 2: Com aumento das vendas, a rentabilidade medida pelo retorno dos ativos (ROA) aumenta depois da realização do IPO.

$$ROA_{it} = A_0 + B1Log.AtivoTotal_{it} + B2EndGeral_{it} + B3GiroAT_{it} + B4MargemLiq_{it} + B5DummyIPO + u_{it}$$

As variáveis de controle de crescimento (receita líquida de vendas), tamanho (ativo total) e giro do ativo, foram incluídas. O ROA depende da capacidade de seus ativos operacionais. Foram incluídos no modelo, o efeito do endividamento geral e a variável IPO (*dummy*).

Hipótese 3: Com a entrada de novos recursos por meio do IPO e aumento das vendas, as empresas melhoram sua rentabilidade do patrimônio líquido.

$$ROE = A_0 + B1RecLiqVendas_{it} + B2EndGeral_{it} + B3GiroAT_{it} + B4MargemLiq_{it} + B5DummyIPO + u_{it}$$

Este modelo também utiliza a variável *dummy* IPO para captar o impacto no ROE, além das variáveis de controle utilizadas. A variável margem líquida foi utilizada pela relação que existe com ROE, revelando o lucro por unidade monetária de vendas.

Hipótese 4: Com a entrada de novos recursos financeiros pela realização do IPO e aumento das receitas líquidas de vendas, as empresas aumentam a lucratividade das vendas líquidas medida pela variável margem líquida.

$$MargemLiq_{it} = A_0 + B1Participação PL_{it} + B2Tamanho(Log.AT)_{it} + B3DummyIPO + u_{it}$$

Com a hipótese de aumento das vendas, supõe-se que a margem líquida aumente também. A variável IPO foi inserida como variável *dummy* e as variáveis de tamanho e de participação do patrimônio líquido como as variáveis de controle.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Os resultados obtidos compreendem a estatística descritiva das variáveis e os resultados dos modelos econométricos de crescimento, rentabilidade dos ativos e patrimônio líquido e lucratividade das vendas líquidas.

### 4.1 Estatísticas Descritivas

A tabela a seguir tem como objetivo mostrar os resultados da estatística descritiva das principais variáveis estudadas na pesquisa. As variáveis analisadas compreendem o período de 2005 a 2015. As informações compreendem a média, desvio padrão, valor mínimo e máximo das variáveis em três períodos distintos (pré IPO, ano do IPO e pós IPO).

Tabela 3 – Estatísticas descritivas das principais variáveis em painel.

<b>Variável</b>	<b>Obs.</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
<b>ROA Pré IPO</b>	28	7,14	9,51	-11,56	27,49
<b>ROA IPO</b>	28	7,11	7,59	-6,36	19,32
<b>ROA Pós IPO</b>	28	4,27	6,19	-10,13	14,77
<b>ROE Pré IPO</b>	28	39,60	134,59	117,15	528,57
<b>ROE IPO</b>	28	12,01	15,03	-25,14	35,31
<b>ROE Pós IPO</b>	28	0,55	48,69	-169,86	29,13
<b>ML Pré IPO</b>	28	10,83	30,22	-53,41	97,48
<b>ML IPO</b>	28	32,29	100,05	-15,59	397,80
<b>ML Pós IPO</b>	28	14,40	27,59	-22,71	100,52
<b>Rec. Líquida Pré IPO</b>	28	5,76	5,92	4,21	6,55
<b>Rec. Líquida IPO</b>	28	5,97	6,13	4,56	6,80
<b>Rec. Líquida Pós IPO</b>	28	6,20	6,30	4,60	6,93
<b>End.Geral Pré IPO</b>	28	61,20	25,07	6,03	112,76
<b>End.Geral IPO</b>	28	43,50	19,79	19,00	87,27
<b>End.Geral Pós IPO</b>	28	52,69	18,71	24,84	89,16

Fonte: Elaborado pelo autor.

A variável Log. Rec. Líquida está em formato de logaritmo. As demais variáveis estão em percentuais.

A tabela 3 descreve a média, valores mínimos, máximos e desvio padrão das observações individuais de cada empresa separadas em três períodos: pré IPO, ano do IPO e pós IPO. Com base na tabela, é possível notar que a média da variável ROA reduz no período pós IPO para 4,27%. Os valores mínimo e máximo foram detectados no período pré IPO no valor de -11,56% (empresa Nutriplant) e 27,49% (empresa Le Lis Blanc) respectivamente. Esse valor máximo do ROA pré IPO cai para 14,77% pós IPO. Contudo, nesta análise, deve-se considerar que há grande variabilidade do tamanho das empresas variando de setor em setor.

A variável ROE também teve queda média no período pós IPO. No período pré IPO o valor era de 39,60% e no período pós IPO o valor foi para 0,55%. O valor mínimo se encontra no período pós IPO e o valor máximo de 528,57% (empresa Magazine Luiza) no período pré IPO. O maior desvio padrão encontrado foi no período pré IPO no valor de 134,59%.

Já a lucratividade das vendas líquidas, representada pelo indicador de margem líquida, teve valor máximo de 397,80% (empresa BR Propert) indicando que o lucro líquido foi maior que a receita líquida de vendas. Analisando a demonstração do resultado do exercício do ano de 2010 (ano de IPO) dessa empresa, é possível detectar que o fato do lucro líquido ser maior que a receita líquida de vendas, deve-se aos ganhos com valor justo de propriedades para investimento. De acordo com a nota explicativa nº. 8 (oito) das demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2009 e 2010 dessa empresa, ganhos com valor justo de propriedades para investimento envolvem aquisições e baixas de propriedades registradas a valor justo avaliada por empresa de avaliadores independentes.

As médias da variável margem líquida tiveram valores de 10,83% e 14,40% pós IPO. O maior desvio padrão encontrado para a margem líquida foi no ano do IPO no valor de 100,05% com valores variando de -15,59% (mínimo) e 397,80% (máximo).

Outra variável analisada foi a receita líquida de vendas com valores em formato de logaritmo na tabela. A média é crescente do período pré IPO para o período pós IPO no valor logaritmizado de 6,20. Esse número representa, em média, o valor de mais de um bilhão e meio de reais em receitas líquidas de vendas.

O valor mínimo encontrado da receita líquida de vendas foi de 4,21, o que representa em moeda contábil aproximadamente dezesseis milhões de reais. O valor máximo foi de 6,93 no período pós IPO. Esse valor representa, em termos contábeis, quase nove bilhões de reais em vendas. Esse valor corresponde à média das margens líquidas dos anos após o IPO (período pós IPO) da empresa Magazine Luiza.

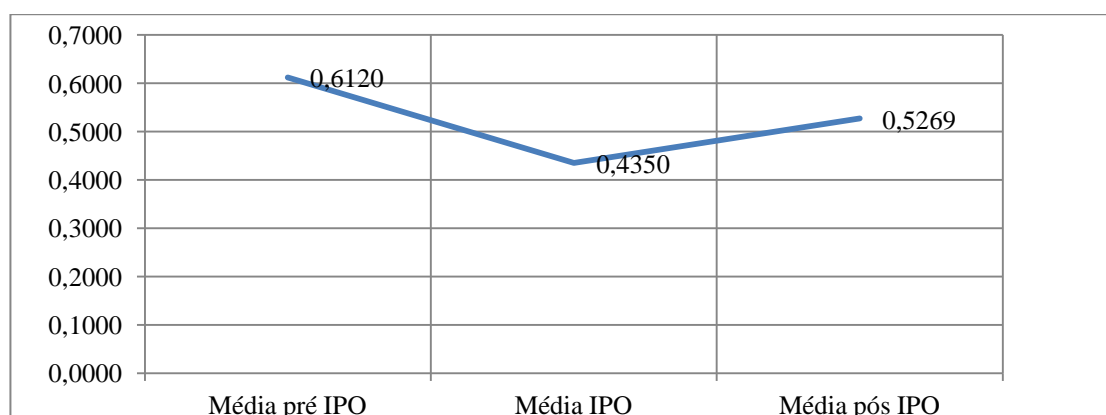
Em relação à composição do capital das empresas, a média do indicador de endividamento geral foi de 61,20% no período pré IPO e de 52,69% no período pós IPO. Outra análise relevante a ser feita é a variação entre os resultados das empresas. A variável de endividamento geral teve percentual de 6,03% (empresa Cetip) e máximo de 112,76% (empresa Nutriplant), ambos no período pré IPO dessas empresas.

A empresa Nutriplant se encontrava bastante endividada no ano de 2006 com endividamento geral no valor de 138,9%. No ano do IPO, este valor foi para 52,17% e aumentou para 95,65% em 2015, sugerindo, nesse caso, um rebalanceamento na estrutura de capital no ano do IPO seguido de mais captação de capital de terceiros nos anos posteriores.

Vale destacar que a variável de controle End. Geral está presente em todos os modelos econométricos. O gráfico a seguir mostra a variação média do endividamento geral das empresas em três períodos distintos: pré IPO, ano do IPO e pós IPO.

Com base no gráfico 2 é possível notar que as empresas se encontravam em média com mais de 60% de endividamento, ou seja, o financiamento era utilizado em maior proporção por capital de terceiros. No ano do IPO o nível de endividamento médio caiu para 43,5% e aumentou nos primeiros anos após o IPO para 52,69%. Essas informações revelam um pequeno equilíbrio na estrutura de capital com a realização do IPO sugerindo que as empresas em média fizeram mais captações de capital de terceiros.

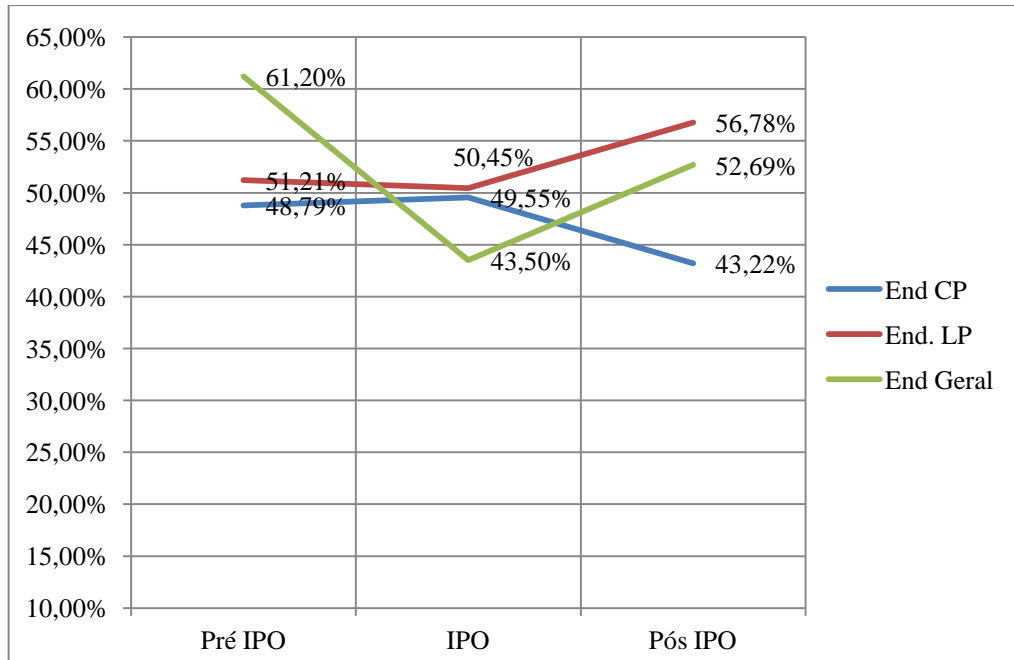
Gráfico 2 – Média Geral do Endividamento Geral.



Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise sobre o endividamento no gráfico 3 mostra a proporção do endividamento de curto e longo prazo no endividamento geral nos períodos pré IPO, ano do IPO e pós IPO.

Gráfico 3 – Tipo do Endividamento.



Fonte: Elaborado pelo autor.

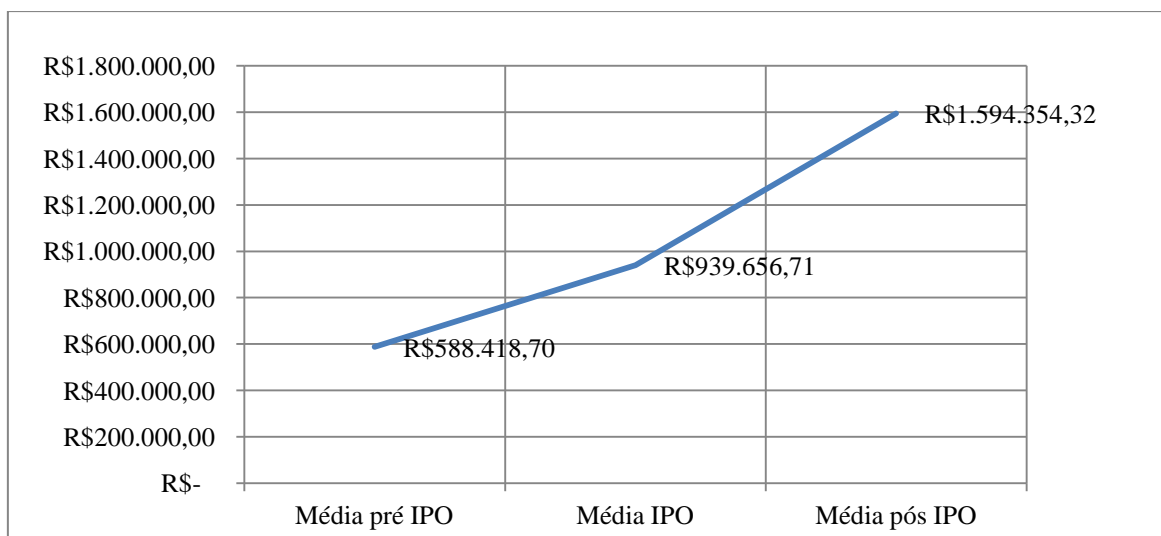
É possível notar, por meio do gráfico 3, que antes do IPO a proporção do capital de terceiros de curto e longo prazo eram similares em praticamente 50% cada. A partir do momento que foi realizado o IPO até o período pós IPO, as linhas no gráfico de endividamento de curto prazo e longo prazo se divergem. O endividamento de longo prazo aumentou para 56,78% enquanto o endividamento de curto prazo reduziu para 43,22%.

Esses resultados sugerem no período pós IPO uma tendência de redução das dívidas de curto prazo e aumento das dívidas de longo prazo a um nível de endividamento geral em 52,69%.

#### 4.2 Resultados do Modelo de Crescimento

O gráfico 4 mostra a variação média da receita líquida de vendas das empresas da amostra em três períodos: pré IPO, ano do IPO e pós IPO. Foram calculadas as médias das receitas líquidas de cada empresa ( $i$ ) em cada ano analisado ( $t$ ), nos períodos pré IPO, ano do IPO e pós IPO. Depois foram calculadas as médias gerais dos três períodos: (i) média pré IPO, (ii) média IPO e (iii) média pós IPO.

Gráfico 4 – Média Geral das Receitas Líquidas de Vendas (RLV).



Fonte: Elaborado pelo autor.

Valores em milhares de reais (R\$).

Vale ressaltar que os dados se encontram em painel desbalanceado uma vez que não há quantidade igual de períodos para cada uma das empresas estudadas. Somada a essa informação, também existe o fato das datas de realização dos IPOs variarem de 2008 a 2013.

Com base no gráfico, é possível notar a expansão da média da receita líquida no ano do IPO e nos primeiros anos pós IPO. A variação do valor da média pré IPO com a média do ano do IPO é alta no valor de quase 60% (58,93%). Ou seja, as vendas aumentaram em média quase 60% a mais no ano que as empresas fizeram IPO em comparação com a média do período de 3 anos anteriores ao IPO.

Esse valor é maior quando são comparados os períodos pré e pós IPO. A variação é de 170,96%. Conforme o gráfico 4, o valor da média das receitas líquidas de vendas no período pré IPO foi de R\$ 588,4 milhões e o valor da média das receitas líquidas de vendas no período pós IPO foi de R\$ 1.594 bilhões.

Essas informações confirmam a hipótese de que empresas que fizeram IPO expandiram suas vendas. Com a realização do IPO as empresas cresceram e expandiram suas vendas disponibilizando mais produtos e serviços no mercado, contribuindo para a economia do país.

Outro ponto importante a destacar é sobre o acesso ao capital. Ficou evidente que as empresas alavancaram suas vendas com o aporte de capital advindo do mercado primário com a realização de IPO. Com a entrada de capital próprio nas empresas, o nível médio de endividamento reduziu em 17,70% ,saindo de um endividamento médio geral de 61,20% para 43,5% no ano do IPO.



Os resultados obtidos em relação ao aumento da receita líquida de vendas após IPO apontam para a mesma direção dos trabalhos de Bossolani (2009), Wardil (2009) e Wong (2012), entre outros.

A tabela 4 mostra os resultados do modelo de regressão da receita líquida de vendas como variável dependente. Com base no teste de *Hausman*, foi escolhido o modelo de efeitos fixos. A significância do qui-quadrado ( $X^2$ ) foi de 0,0114 rejeitando a hipótese nula do teste. Todos os modelos apresentados possuem 230 observações, cada variável num total de 28 empresas.

Tabela 4 – Resultado 1 do Modelo de Crescimento.

<b>Receita Líq. de Vendas</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>T Valor</b>
<b>Tamanho</b>	1,1497	0,2310	4,98	0,000*
<b>End.Geral</b>	0,3202	0,3922	-0,82	0,421
<b>Giro AT</b>	0,5881	0,2098	2,80	0,009*
<b>IPO</b>	0,0525	0,8791	-0,60	0,555
<b>Const.</b>	-1,4508	1,2630	-1,15	0,261

Fonte: Elaborado pelo autor.

\*Significante a 1%.

As análises dos resultados dos modelos de regressão são feitas em inferência estatística com base nas observações da amostra levando em consideração o nível de significância. Segundo Hair et al. (2009), o nível de significância ou erro de tipo I, representa a probabilidade de que o pesquisador deseje aceitar de que o coeficiente estimado seja classificado como diferente de zero quando realmente não é. O nível de significância amplamente usado é de 0,05 apesar dos pesquisadores utilizarem níveis que variam de 0,01 (mais exigente) a 0,10 (menos conservador).

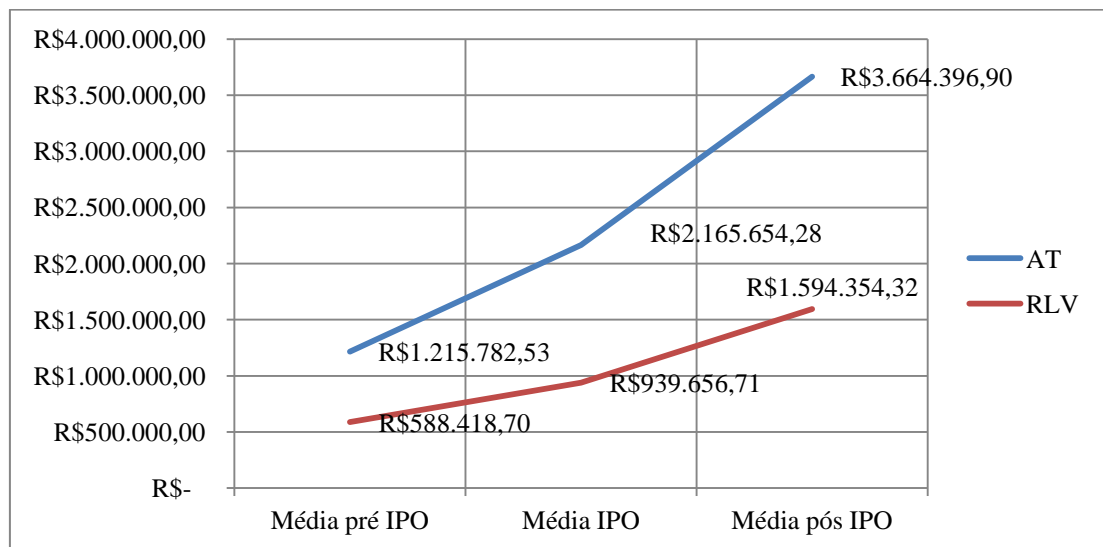
De acordo com esse modelo de crescimento, a variável *dummy* IPO não é significativa. Ou seja, não teve impactos nas vendas assim como na variável End. Geral. Em outras palavras, a variável *dummy* IPO e a variável de End. Geral não teve influência sobre vendas das empresas.

Por outro lado, o tamanho das empresas e o giro do ativo afetaram positivamente as vendas. No caso da variável de tamanho (Log. Ativo Total), a cada 1% de aumento no ativo

total resultou um aumento de 1,14% nas vendas, ou seja, mais que o proporcional. E a cada 1% de aumento na variável Giro do Ativo, provocou um aumento de 0,58% nas vendas.

Contudo, a injeção de capital com a realização do IPO aumentou os ativos das empresas conforme o gráfico 5. Esse gráfico mostra a evolução média dos ativos totais das empresas nos períodos pré IPO, ano do IPO e pós IPO junto com a evolução das receitas líquidas de vendas.

Gráfico 5 – Evolução Média da RLV e Ativos Totais.



Fonte: Elaborado pelo autor.  
Valores em milhares de reais (R\$).

Com base neste gráfico é possível detectar a influência do IPO tanto nas receitas líquidas de vendas como nos ativos totais. Ambas as linhas, a partir do ano do IPO, apresentam uma inclinação para cima. A linha que representa o ativo total das empresas é semelhante à linha do gráfico 4 das receitas líquidas de vendas. É possível observar que os ativos totais triplicaram do período pré IPO para o período pós IPO com um valor médio de R\$ 3.664,3 bilhões. É evidente a influência do IPO nos ativos totais, que acabaram afetando as vendas positivamente.

Portanto, de maneira a tornar mais robusta essa análise, o modelo de vendas foi testado de novo, só que desta vez sem a variável de controle de Tamanho representada pelo Log do Ativo Total conforme a tabela a seguir. A significância do teste de *Hausman* foi de 0,3607, sendo escolhido o modelo de efeitos aleatórios.

Tabela 5 – Resultado 2 do Modelo de Crescimento.

<b>Receita Líq. de Vendas</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>z</b>	<b>Z Valor</b>
<b>End.Geral</b>	0,1682	0,3448	0,49	0,626
<b>Giro AT</b>	0,0737	0,1456	0,51	0,612
<b>IPO</b>	0,5383	0,0904	5,95	0,000*
<b>Const.</b>	5,2158	0,1640	31,80	0,000*

Fonte: Elaborado pelo autor.

\*Significante a 1%.

No primeiro modelo de crescimento a variável *dummy* IPO não foi significativa. E no segundo modelo ela foi significativa. Isso foi devido a problemas de multicolinearidade. Ou seja, houve uma correlação elevada entre a *dummy* IPO e a variável de Tamanho (Ativo Total).

De acordo com a tabela 5, a variável *dummy* IPO neste modelo é significativa a 1%. As outras variáveis de controle não foram significantes. Nesse modelo, sem a variável de Tamanho, o IPO afetou as vendas positivamente. Ou seja, as empresas que fizeram IPO aumentaram em média 53,83% das vendas. Esses resultados apontam na direção em que o IPO gerou um impacto no Ativo Total que, conseqüentemente, afetou as vendas de maneira positiva.

Esses resultados são similares com os resultados dos estudos de Aldrighi (2010), Bossolani (2009), Wardil (2009) e Wong (2012). O processo de IPO afetou as vendas que aumentaram mais que proporcionalmente no período pré IPO. Com essas informações, pode-se inferir a hipótese de que as empresas realizaram IPO, captando recursos no mercado primário, aumentando o tamanho e financiando seu crescimento em termos de vendas, expandindo seus mercados.

Resultados obtidos por Wardil (2009) mostraram que as empresas se encontravam excessivamente alavancadas antes do IPO e com a oferta pública inicial de ações, se tornaram menos endividadas. Logo após o IPO as empresas utilizaram dos recursos advindos para aumentar seus investimentos e acelerar as receitas e ativos.

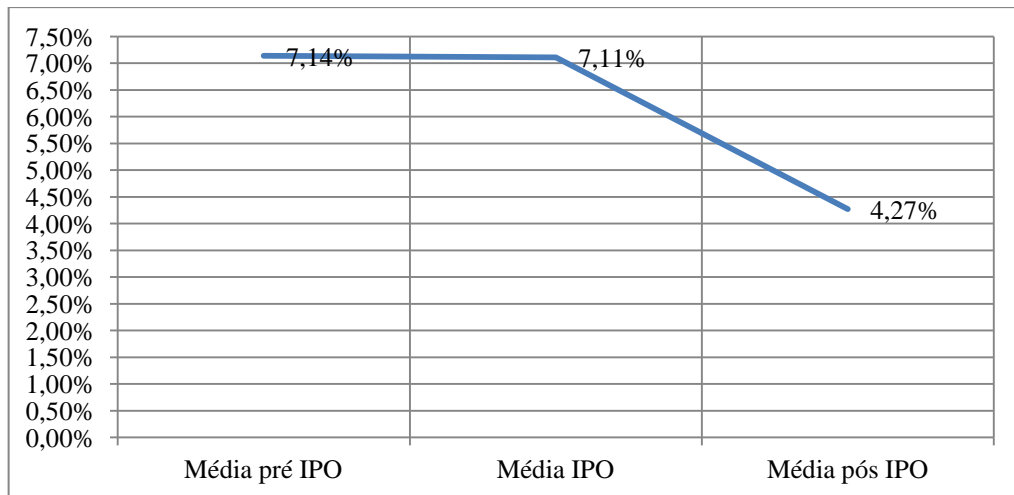
Outra observação a ser feita é que as empresas que realizaram IPO, em média, estavam com crescimento das vendas ano após ano, sendo que após o IPO, as vendas em média se intensificaram.

### 4.3 Resultados dos Modelos de Rentabilidade

Conforme o gráfico 6, após o IPO, o ROA declina de 7,11% para 4,27%. Para autores como Kursheed, Paleari e Vismara (2003) e Pagano, Paneta e Zingales (1998), esse resultado deve-se ao aumento mais do que proporcional dos ativos em relação à receita líquida de vendas. Resultado esse, diferente dos resultados de Bossolani (2009) que não encontrou diferenças no ROA nos períodos pré e pós IPO concluindo que a rentabilidade dos ativos no período foi mantida.

Com o IPO, ao balancear a estrutura de capital para atender aumento de vendas, é bastante provável o aumento do Ativo Não Circulante. Essa queda no ROA pode ter sido apenas nos primeiros anos, em virtude de investimentos novos, sendo importante analisar esse comportamento ao longo dos outros anos. Portanto, uma limitação dessa pesquisa é analisar dois ou três anos após o IPO.

Gráfico 6 - Média Geral do ROA.



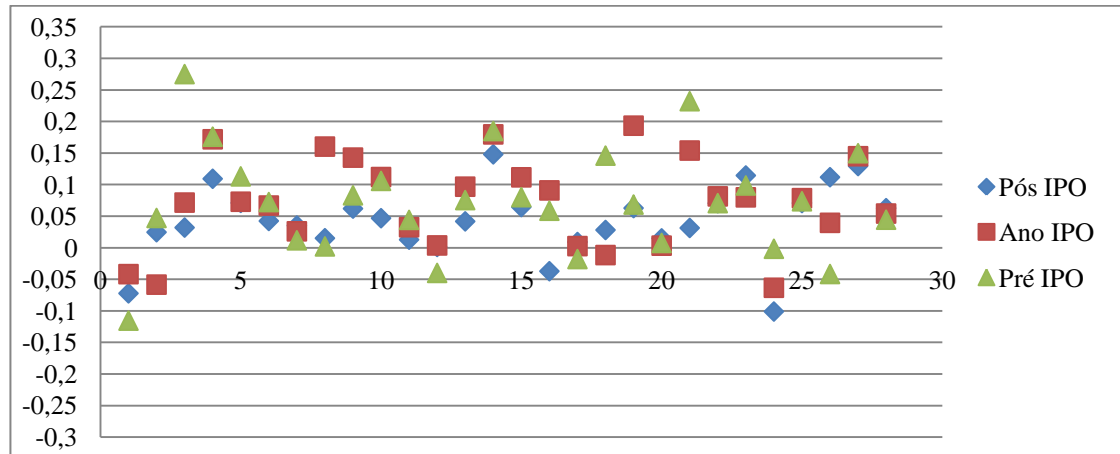
Fonte: Elaborado pelo autor.

Alguns pesquisadores como Kursheed, Paleari e Vismara (2003), Pagano, Paneta e Zingales (1998) e Wong (2012), encontraram queda do ROA após IPO. O gráfico a seguir mostra a variação média dos retornos dos ativos das empresas.

O gráfico 7 a seguir mostra a dispersão dos valores do ROA nos períodos pré IPO, ano do IPO e pós IPO. É possível notar que a maioria das observações dos valores do ROA se encontram entre 1% a 10%. O maior percentual encontrado foi no período pré IPO (27,49%). O menor percentual encontrado também foi no período pós IPO de -11,56%. Esses resultados

são baseados nas médias individuais de cada empresa separadas em três períodos: pré IPO, ano do IPO e pós IPO.

Gráfico 7 – Dispersão das observações do ROA em painel.



Fonte: Elaborado pelo autor.

A tabela 6 mostra os resultados do modelo de regressão dos retornos dos ativos (ROA) como variável dependente. Com base no teste de *Hausman* foi escolhido o modelo de efeitos fixos com significância no valor de 0,0119. A hipótese nula foi rejeitada, que diz que o modelo de correção dos erros não é adequado ou que os efeitos individuais não são aleatórios.

Tabela 6 – Resultados do Modelo ROA.

ROA	Coefficiente	Desvio Pa- drão	t	T Valor
<b>End. Geral</b>	-0,2061	0,0551	-3,74	0,001*
<b>Tamanho</b>	0,0417	0,0200	2,08	0,048**
<b>ML</b>	0,0698	0,0213	3,27	0,003*
<b>Giro AT</b>	0,1176	0,0160	7,32	0,000*
<b>IPO</b>	-0,0438	0,0149	-2,94	0,007*
<b>Const.</b>	-0,1459	0,1031	-1,41	0,169

Fonte: Elaborada pelo autor. \*Significante a 1%.

De acordo com a tabela 6 todas as variáveis de controle e a variável *dummy* IPO são significativas. Isso quer dizer que as variáveis independentes afetaram a variável dependente

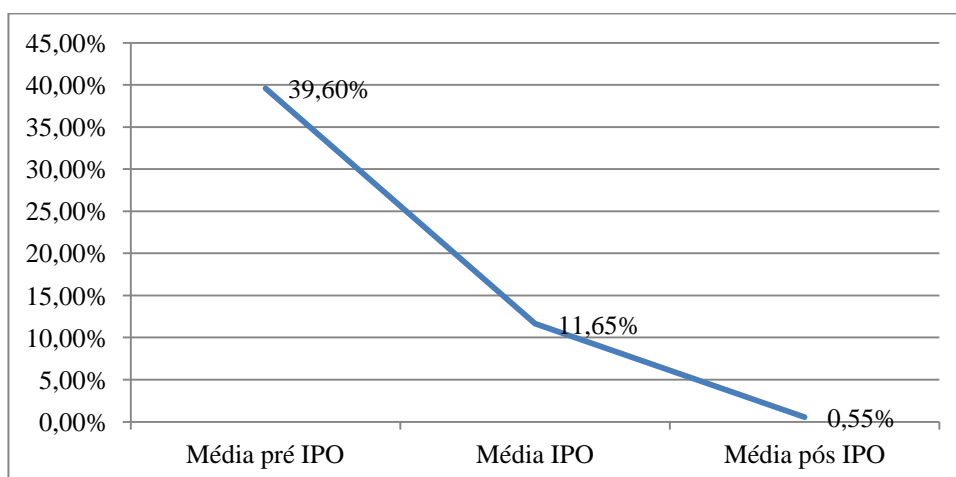
ROA. Contudo, algumas variáveis afetaram o ROA de maneira positiva enquanto outras de maneira negativa.

A variável Margem Líquida (ML) teve um coeficiente positivo e teste *t value* de 3,27 a um nível de significância a 1% ,resultando em efeitos positivos na rentabilidade média dos ativos em 6,98%. Assim como a Margem Líquida, o Giro do Ativo Total teve coeficiente positivo, teste *t value* de 7,32% a um nível de significância de 1% com efeitos positivos na rentabilidade média dos ativos em 11,76%. A variável de Tamanho, representada pelo Log. do Ativo Total também foi influente de forma positiva no ROA a um nível de significância de 5%.

Por outro lado, a variável *dummy* IPO afetou negativamente o ROA. A variável *dummy* IPO teve coeficiente negativo e teste *t value* no valor de -2,94 a um nível de significância de 1% (*T value*) resultando em efeitos negativos na rentabilidade média do ROA em -4,38%.

O gráfico 8, a seguir, mostra o comportamento da variável ROE nos períodos pré IPO, IPO e pós IPO. Com base no gráfico é perceptível a queda acentuada do retorno sobre o patrimônio líquido. A média pré IPO do ROE era de 39,60% indo para 11,65% no ano do IPO e reduzindo de forma acentuada no período pós IPO para o valor de 0,55%. Esses resultados são similares aos achados de Cai e Wei (1997), Kursheed, Paleari e Vismara (2003), Pagano, Paneta e Zingales (1998) e Wong (2012) que encontraram queda no desempenho.

Gráfico 8 - Média Geral do ROE.

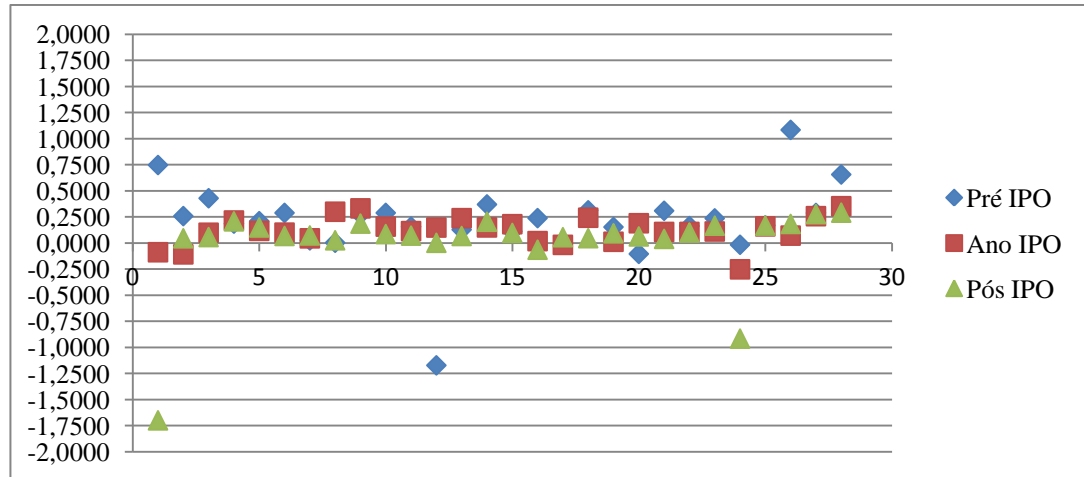


Fonte: Elaborado pelo autor.

O gráfico 9 mostra a dispersão das percentagens do ROE nos períodos pré IPO, ano do IPO e pós IPO identificados pela legenda. É possível notar que a maioria das observações das

percentagens do ROE se encontra entre 0% e 25%. O maior resultado foi encontrado no período pré IPO (108,435%) referente à empresa Anima e o menor no período pós IPO (-169,85%) referente à média da empresa Nutriplant nesse período.

Gráfico 9 – Dispersão das observações do ROE em painel.



Fonte: Elaborado pelo autor.

A tabela 7 mostra os resultados da regressão do ROE como variável dependente. Com base no teste de *Hausman* foi escolhido o modelo de efeitos aleatórios. A significância do teste foi no valor de 0,6446.

Tabela 7 – Resultados do Modelo ROE.

ROE	Coefficiente	Desvio Pa- drão	z	Z Valor
ML	0,4757	0,2631	1,81	0,071***
End. Geral	0,1861	0,4862	0,38	0,702
Vendas	0,3531	0,1661	2,13	0,034**
Giro AT	0,2092	0,1032	2,03	0,043**
IPO	-0,5241	0,2639	-1,99	0,047**
Const.	-1,8428	0,8663	-2,13	0,033**

Fonte: Elaborada pelo autor.

\*Significante a 1%. \*\*Significante a 5%. \*\*\*Significante a 10%

Conforme a tabela 7, as variáveis ML, Rec. Líquida e Giro. AT. foram significantes e afetaram de forma positiva o ROE. Por outro lado, o IPO afetou de forma negativa o ROE em

-52,41%. A variável de End. Geral não foi significativa no modelo não trazendo nenhum efeito ao ROE.

A variável ML teve teste z *value* de 1,81 a um nível de significância de 10% no qual resultou em efeitos positivos na rentabilidade média do ROE em 47,57%. Já o Giro do Ativo, obteve coeficiente positivo e teste z *value* de 2,03 a um nível de significância de 5% resultando em efeitos positivos na rentabilidade média do ROE em 20,92%. Em relação ao impacto das vendas no ROE, a cada 1% no aumento das vendas, gerou um aumento de 35,31% na rentabilidade média do ROE.

Porém, a variável *dummy* IPO, obteve um coeficiente negativo e teste z *value* de -1,99 a um nível de significância de 5% resultando em efeitos negativos na rentabilidade média do ROE em 52,41%. Ou seja, em média, a realização do IPO afetou negativamente de forma acentuada a variável dependente ROE. Com base na literatura estudada, existem algumas explicações para a queda das rentabilidades.

De acordo com Pagano, Panetta e Zingales (1998) a queda da rentabilidade está realmente associada com a realização do IPO e não apenas da regressão da média ou do efeito de alguma outra variável na rentabilidade. Segundo esses autores, outra explicação que tem relacionamento com a queda da rentabilidade são as mudanças contábeis trazidas pela decisão de abrir o capital. Na preparação de suas contas para abrir o capital, as empresas, ao fazerem oferta pública inicial de ações, tentam fornecer uma imagem justa do valor de seus ativos, enquanto as empresas privadas de capital fechado estão mais preocupadas em ocultar seu valor das autoridades fiscais.

Para Cai e Wei (1997) e Degeorge e ZeckHauser (1993), essa queda na rentabilidade não é uma surpresa e é um forte indício no qual os empresários aproveitam a janela de oportunidade. Segundo Mikkelson, Partch e Shah (1997), as empresas, principalmente as maiores, aproveitaram a janela de oportunidade, na qual os gestores valeram-se de períodos de alto desempenho para emitir ações no mercado para investidores com altas expectativas.

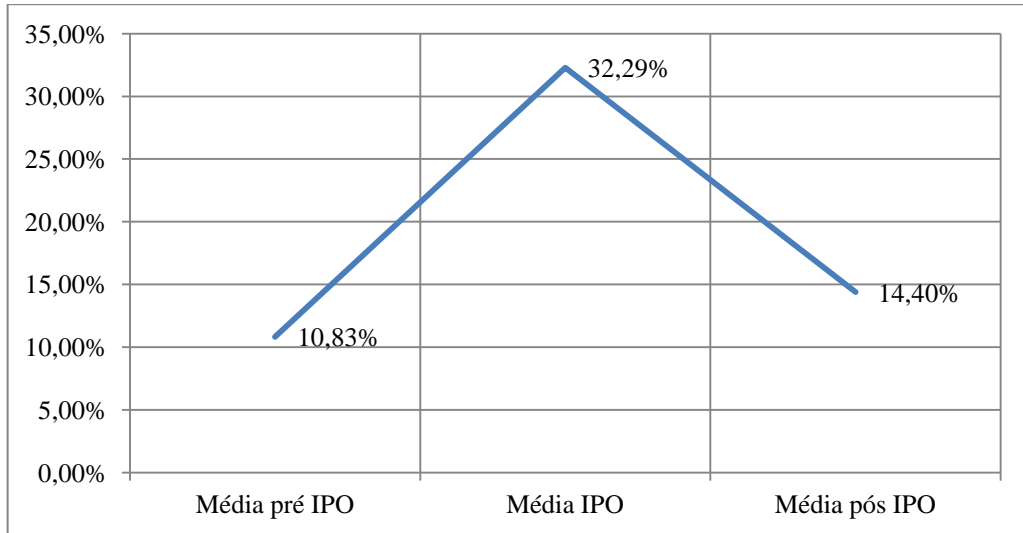
Outra explicação para queda da rentabilidade está no “*window dressing*”. De acordo com Kursheed, Paleari e Vismara (2003), o *window dressing* significa gerenciamento de resultados antes do IPO. Essa manipulação de resultados pode acentuar ainda mais a queda da rentabilidade após a emissão de ações.



#### 4.4 Resultados do Modelo de Lucratividade

O gráfico 10 mostra a variação média da rentabilidade das vendas líquidas medida pelo indicador de Margem Líquida.

Gráfico 10 - Média Geral Margem Líquida.



Fonte: Elaborado pelo autor.

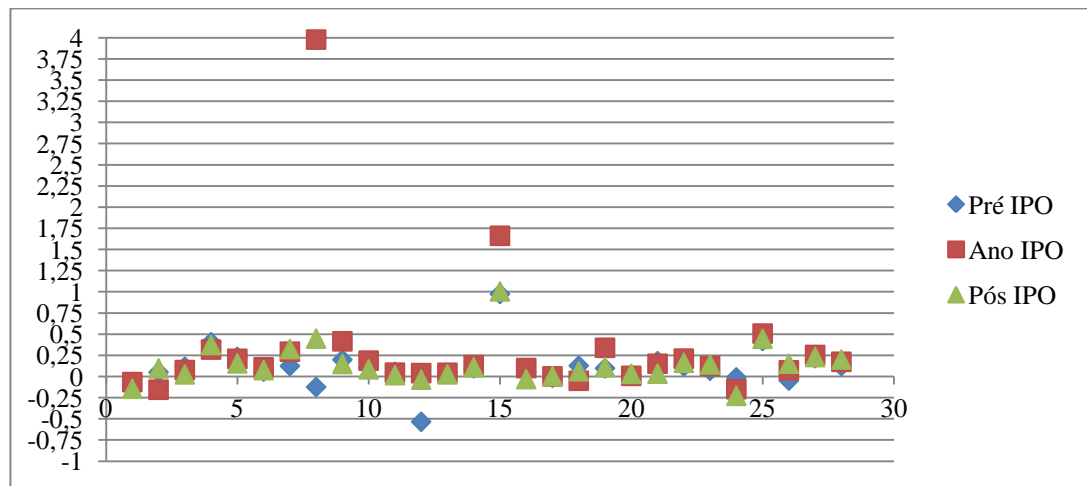
Conforme o gráfico 10, após o IPO, a ML média declina de forma acentuada de 32,29% para 14,40%. No entanto, a média pós IPO é maior do que o período pré IPO com média de 14,40% e 10,83% respectivamente. Esses resultados confirmam que as Receitas Líquidas de Vendas e a Margem Líquida foram maiores pós IPO e menor pré IPO.

Também, apesar das vendas serem em média maiores no período pós IPO do que no ano do IPO, conforme gráfico 4, o desempenho da lucratividade das vendas é menor. Ou seja, no ano do IPO a Margem Líquida foi bem acima dos períodos pré e pós IPO sugerindo possíveis ganhos de sinergia com redução de custos. Contudo, no período pós IPO, uma possível explicação da queda da Margem Líquida é que apesar das vendas aumentarem vertiginosamente, os custos variáveis ou fixos também aumentaram de forma acentuada impactando na redução na margem líquida.

O gráfico 11, a seguir, mostra a dispersão dos percentuais da Margem Líquida nos períodos pré IPO, ano do IPO e pós IPO identificados pela legenda. É possível notar que a maioria das observações da ML se encontra entre 0% a 25%. A maior observação foi encontrada no ano do IPO em 397,80%. E o menor resultado encontrado foi no período pré IPO de 53,41% referente às médias desse período da empresa Renova.

O resultado máximo observado da ML de 397,8% foi da empresa BR Propert no ano de 2010 (ano do IPO). Esse resultado indica que o lucro líquido foi maior que a receita líquida de vendas. Esse fato foi devido aos ganhos com valor justo de propriedades para investimento. Conforme nota explicativa número 8 do relatório das demonstrações financeiras no final do ano de 2010.

Gráfico 11 – Dispersão das observações da Margem Líquida em painel.



Fonte: Elaborado pelo autor.

A tabela 8 mostra os resultados do modelo de regressão da Margem Líquida como variável dependente. Com base no teste de *Hausman* foi escolhido o modelo de aleatórios. O valor da significância do teste foi de 0,3733. A hipótese nula foi aceita, na qual o modelo de correção dos erros é adequado.

Tabela 8 – Resultados do Modelo Margem Líquida (ML).

ML	Coefficiente	Desvio Pa- drão	z	Z Valor
<b>Participação PL</b>	0,4728	0,1326	3,57	0,000*
<b>Tamanho</b>	0,1333	0,0526	2,53	0,011**
<b>IPO</b>	-0,0591	0,0512	-1,15	0,249
<b>Const.</b>	-0,8308	0,3270	-2,54	0,011**

Fonte: Elaborada pelo autor.

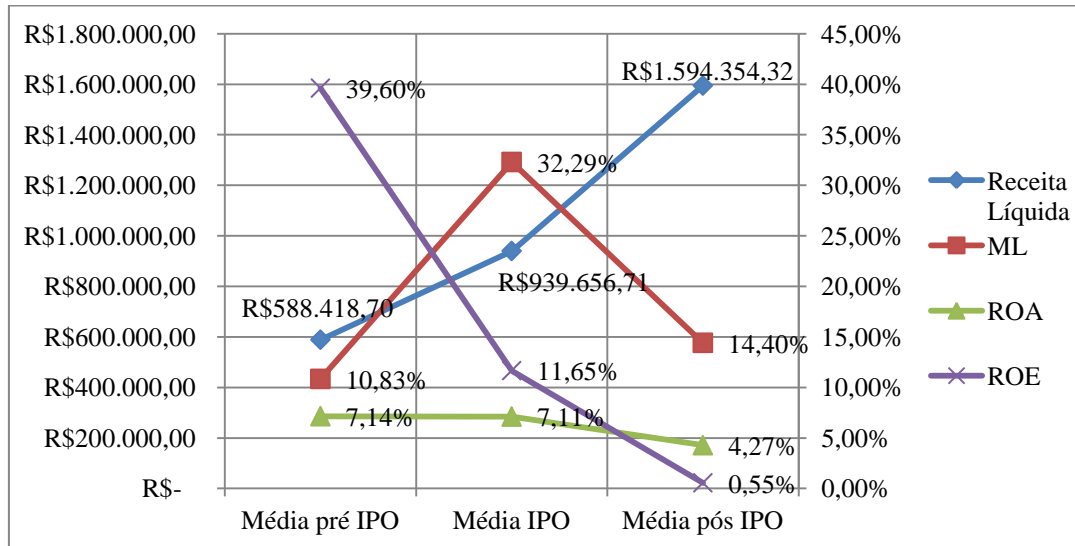
\*Significante a 1%. \*\*Significante a 5%. \*\*\*Significante a 10%

As variáveis de participação do patrimônio líquido e tamanho foram significantes e afetaram positivamente a variável Margem líquida. A variável IPO não teve significância no modelo.

A variável Participação do PL teve coeficiente positivo e teste z *value* no valor de 3,57 a um nível de significância de 1% resultando em efeitos positivos na lucratividade média da Margem Líquida em 47,28%. O tamanho também afetou a margem líquida. A cada 1% de aumento no ativo total gerou um aumento de 0,13% na margem líquida.

De maneira a resumir melhor a análise, o gráfico a seguir mostra o comportamento médio conjunto das variáveis de crescimento, rentabilidade e lucratividade observadas nos períodos pré IPO, ano do IPO e pós IPO.

Gráfico 12 – Comparativo: medidas de Crescimento, Rentabilidade e Lucratividade.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Comparando os períodos pré e pós IPO, as medidas de rentabilidade dos ativos e rentabilidade do patrimônio líquido resultam em queda após realização do IPO. O ROA reduz de 7,14% para 4,27% e o ROE de 39,25% para 0,55% revelando uma queda dessa variável, indicando possivelmente que o lucro líquido não acompanhou o aumento do patrimônio líquido. Por fim, a margem líquida tinha valor de 10,83% no período pré IPO, e esse valor médio aumentou para 14,40% no período pós IPO. Mesmo as vendas aumentando nos três períodos analisados, a rentabilidade reduziu e a margem líquida aumentou, mas com base no gráfico, a ML mostrou certa tendência à queda desse valor nos próximos períodos. Por fim, o quadro a seguir faz o resumo dos resultados com base nas hipóteses da pesquisa.

Quadro 7 – Resultados das Hipóteses da Pesquisa.

<b>Hipóteses</b>	<b>Descrição da Hipótese</b>	<b>Resultado (Aceita ou rejeitada)</b>
<b>H1</b>	<b>Crescimento das vendas</b> – Após IPO, as empresas têm mais acesso a recursos financeiros e expandem suas vendas e mercados.	<b>Modelo 1 – Hipótese Rejeitada</b> <b>Modelo 2 – Hipótese Aceita</b>
<b>H2</b>	Aumento da rentabilidade do ROA – Com a realização do IPO e aumento das vendas, a rentabilidade medida pelo retorno dos ativos (ROA) aumenta.	<b>Hipótese Rejeitada</b>
<b>H3</b>	Aumento da rentabilidade do ROE – Com a entrada de novos recursos por meio do IPO e aumento das vendas, as empresas melhoram a rentabilidade do patrimônio líquido.	<b>Hipótese Rejeitada</b>
<b>H4</b>	Com a entrada de novos recursos financeiros pela realização do IPO e aumento das vendas as empresas aumentam a lucratividade das vendas líquidas medida pela variável margem líquida.	<b>Hipótese Aceita</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

Vale destacar que a hipótese H1 teve dois modelos. O primeiro modelo rejeitou a primeira hipótese. Porém, esse modelo foi testado novamente sem a variável de controle de tamanho representada pelo logaritmo do ativo total, pois essa variável teve correlação elevada com a variável *dummy* IPO, gerando o problema da multicolinearidade. Como resultado, o segundo modelo aceitou a primeira hipótese.

Já as hipóteses 2 e 3 foram rejeitadas, pois nos modelos econométricos, o IPO afetou negativamente a rentabilidade dos ativos e patrimônio líquido. Vale destacar que houve uma queda média do ROE de 39,60% pré IPO para 0,55% no período pós IPO.

Também é importante frisar que a Hipótese 4 (H4) foi aceita, mas os resultados da Margem Líquida apesar de serem maiores no período pós IPO do que o período pré IPO, apresentaram tendência de queda futura. Portanto, é sugerida para futuras pesquisas, uma análise com períodos maiores pós IPO.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi avaliar o impacto do IPO no desempenho econômico e financeiro das empresas na BM&FBOVESPA no período de 2008-2013. O desempenho foi analisado em termos de crescimento das receitas líquidas de vendas, rentabilidade dos ativos e do patrimônio líquido e lucratividade das vendas líquidas compreendendo os períodos pré IPO, ano do IPO e pós IPO das empresas. Teve como base de dados uma amostra contendo empresas que realizaram oferta pública inicial de ações no período de 2008 a 2013. Um período que foi afetado pela crise internacional dos *subprimes*.

Para analisar o desempenho do crescimento, rentabilidade e lucratividade, foram estimados modelos de regressão linear múltipla com as seguintes variáveis dependentes: Crescimento da Receita Líquida de Vendas, ROA, ROE e Margem Líquida.

De maneira geral, a estratégia de realizar uma oferta pública inicial para captar recursos não é uma decisão simples e requer muitos estudos antes de realizá-la. O fato de captar recursos por meio de IPO traz alguns riscos e exige cumprimento de normas e impacta nos indicadores das empresas.

Os primeiros resultados mostraram que as empresas analisadas estavam com as receitas líquidas de vendas em crescimento nos três anos antes de realizarem IPO. Ano a ano, as vendas estavam expandindo. No ano de realização do IPO a média da receita líquida de vendas de todas as empresas da amostra foi maior do que todos os anos anteriores ao IPO. Ou seja, nesse período, as vendas foram em média maiores do que o período pré IPO, resultado de investimentos advindos dos recursos captados por meio da oferta pública inicial de ações.

A captação de recursos é usada em infraestrutura e capital de giro necessário para a expansão. Se as empresas apresentavam crescimento, foi uma oportunidade para aproveitar a situação favorável de crescimento.

No período pós IPO foi constatado, em média, um aumento abrupto das receitas líquidas de vendas. Essa expansão remete à primeira hipótese de que o mercado de capitais é benéfico para as empresas, fazendo com que as receitas e ativos se desenvolvam, consequentemente expandindo a disponibilidade de produtos e serviços para os consumidores/clientes dos mercados em que essas empresas atuam.

Pode se deduzir que essa expansão das vendas e ativos totais impulsionadas pelo capital advindo do IPO trouxe consequências positivas para as empresas, sociedade e mercado. Possivelmente, com o aumento de investimentos por parte das empresas, houve expansão do

número de empregos, aumento de ativos operacionais, expansão de fábricas e postos de vendas, expansão de linhas de produção com aumento da quantidade de produtos, maiores investimentos em pesquisa e desenvolvimento para melhoria de processos e produtos, entre outros.

Além de utilizarem os recursos da oferta pública inicial de ações para aumentarem seus investimentos em ativos e receitas, conseqüentemente utilizaram os recursos também para reduzir o endividamento no ano do IPO, reequilibrando a estrutura de capital. Porém, no período pós IPO os resultados apontam em novas captações de capital de terceiros no mercado com elevação média do nível geral de endividamento. Contudo, o endividamento geral no período pós IPO é menor do que o período pré IPO.

Os resultados compreendendo a rentabilidade das empresas por meio do ROA e ROE foram significantes. Ou seja, o IPO afetou a rentabilidade. Só que esse impacto foi negativo. A hipótese de que o IPO aumenta a rentabilidade foi rejeitada. De acordo com os resultados do modelo de regressão, a rentabilidade reduziu no período pós IPO. Tanto o ROA quanto o ROE resultou em piora no desempenho pós IPO.

Alguns trabalhos nacionais e internacionais estudados nesta pesquisa, sugerem que essa queda de rentabilidade pode ser explicada pelo problema de agência (estrutura de propriedade), gerenciamento de resultados (*windows dressing*), janela de oportunidade e aumento abrupto do tamanho dos ativos e patrimônio líquido não acompanhado proporcionalmente pelo aumento dos lucros líquidos.

Os resultados envolvendo lucratividade por meio da variável Margem Líquida apontam para resultados positivos no ano do IPO e período pós IPO. Esses achados revelam um aumento médio da lucratividade no período pós IPO em relação ao período pré IPO. Porém, no modelo de lucratividade, os resultados do IPO não foram significativos. Observando os resultados pós IPO, a Margem Líquida apresentou uma tendência de queda nos próximos anos. A Margem Líquida foi menor no período pré IPO, aumentando consideravelmente no ano do IPO e novamente reduzindo no período pós IPO. Mesmo assim, a Margem Líquida obteve um valor médio maior no período pós IPO do que no período pré IPO.

Uma das conclusões sobre os resultados da lucratividade é que, apesar das receitas líquidas de vendas terem aumentado de maneira acentuada, a Margem Líquida não acompanhou esse aumento de forma proporcional o que nos leva a crer que além do forte aumento das vendas, os custos totais também aumentaram ou os preços de venda unitários reduziram.

Contudo, de maneira geral, o IPO teve impacto sobre as variáveis estudadas nesta pesquisa. De forma resumida, a oferta pública inicial de ações capitalizou as empresas aumentan-

do investimentos, com consequente aumento das receitas e ativos, apesar da redução da rentabilidade medida pelo ROA e ROE. O modelo de lucratividade não apresentou efeito do IPO sobre a margem líquida, mas essa variável teve seu valor em média elevado no período pós IPO. Além disso, o IPO também afetou a estrutura de capital reduzindo o endividamento médio das empresas.

Os resultados obtidos neste trabalho contribuíram com a discussão sobre IPO e desempenho econômico-financeiro das empresas. Além disso, o tema é de grande importância para o mundo das finanças corporativas e em especial para o mercado de capitais.

Porém, esta pesquisa teve algumas limitações. A primeira limitação é a quantidade de empresas na amostra final. Foi necessário fazer algumas exclusões e a amostra foi reduzida para um total de 28 empresas. Outra limitação é que o trabalho não analisou as empresas de maneira setorial. A amostra também tinha empresas de tamanhos diferentes. O período analisado foi outra limitação. Nesse período não teve muitas ofertas públicas iniciais de ações. Provavelmente um dos fatores que afetaram os IPOs' foi a crise financeira internacional dos *subprimes* devendo outros estudos abranger um período de tempo diferente e maior, principalmente no que diz respeito ao comportamento das variáveis no período pós IPO.

Por fim, para futuras pesquisas, sugere-se análise compreendendo empresas com tamanhos padronizados, maiores períodos, além de períodos econômicos menos turbulentos, com maiores e novas amostras analisando e comparando possivelmente empresas de outros países emergentes ou fazendo comparações setoriais. Além disso, esse trabalho teve um enfoque mais quantitativo, sugerindo, para futuras pesquisas, uma abordagem não só quantitativa, mas também mais qualitativa.

## REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, D. M. et al. As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 38., 2010, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPEC, 2010. 1 CD-ROM.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- BARRETO FILHO, O. Natureza jurídica das bolsas de valores do direito brasileiro. **Revista da Faculdade de Direito**, São Paulo, v. 54, n. 1, p. 93-130, 1959.
- BIRAL, R. A F. **A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas? Uma evidência da onda de IPOS 2004-2008**. 2010. 50 f. Dissertação (Mestrado Profissional) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.
- BM&FBOVESPA. 2016a. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm)>. Acesso em: 16 dez. 2016.
- BM&FBOVESPA. 2016b. Disponível<[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/)>. Acesso em 19 dez. 2016.
- BM&FBOVESPA. 2017a. Disponível em : [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/institucional/sobre-a-bm-fbovespa/quem-somos](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/institucional/sobre-a-bm-fbovespa/quem-somos)>. Acesso em 21 jan. 2017.
- BM&FBOVESPA. 2017b. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/ações/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/ações/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)>. Acesso em 22 jan. 2017.
- BM&FBOVESPA. 2017c. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em: 22 jan. 2017.
- BM&FBOVESPA. 2017d. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa\\_mais/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa_mais/)>. Acesso em: 22 jan. 2017.
- BM&FBOVESPA. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta**. São Paulo: PwC – Price Water House Coopers, 2015.
- BM&FBOVESPA. **Custos de abertura de capital e de manutenção da condição de companhia aberta**, São Paulo, 2008.
- BOSSOLANI, T. **IPO e o desempenho das empresas**. 2009. 56 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.
- BRAGA, R. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1989.



BRASIL. **Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976a**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 22 nov. 2016.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976b**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 21 nov. 2016.

BRASIL. **Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989**. Institui a Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L7940.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7940.htm)>. Acesso em: 21 nov. 2016.

BRASOVEANU, L. O. et al. Correlations between capital market development and economic growth: the case of Romania. **Journal of Applied Quantitative Methods**, Leicester, v. 3, n. 1, p. 64-75, 2008.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A crise financeira de 2008. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 113, p. 133-149, jan./mar. 2009.

CAI, J.; WEI, K. C. J. The investment and operating performance of Japanese initial public offerings. **Pacific-Basin Finance Journal**, Oxford, v. 5, n. 4, p. 389-417, 1997.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J. Y.; RUDGE, L. F. **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 7. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CERTO, S. Travis. Influencing initial public offering investors with prestige: signaling with board structures. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 28, n. 3, p. 432-446, July 2003.

CHEMMANUR, T. J.; FULGHIERI, P. A theory of the going-public decision. **Review of Financial Studies**, New York, v. 12, n. 2, p. 249-279, 1999.

CHISHOLM, A. M. **An introduction to capital markets: products, strategies, participants**. Chichester: J. Wiley, 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 400 de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst400.pdf>>. Acesso em: 22 jan. 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480 de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst480consolid.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de balcão organizado**. Rio de Janeiro, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro, 2014.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 10. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DA SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

DAVIS, E. P.; STEIL, B. **Institutional investors**. Massachusetts: MIT, 2004.

DE LA TORRE, A.; GOZZI, J. C.; SCHMUKLER, S. L. Capital market development: whither Latin America? In: EDWARDS, S.; GARCIA, M. G. P. (Ed.). **Financial markets volatility and performance in emerging markets**. Chicago: University of Chicago, 2008. p. 121-154.

DEEDS, D. L et al. The impact of firmspecific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering: evidence from the biotechnology industry. **Journal of Business Venturing**, New York, v. 12, n. 1, p. 31-46, Jan. 1997.

DEGEORGE, F.; ZECKHAUSER, R. The reverse LBO decision and firm performance: theory and evidence. **The Journal of Finance**, New York, v. 48, n. 4, p. 1323-1348, 1993.

DERRIEN, F.; WOMACK, K. L. Auctions vs. bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets. **Review of Financial Studies**, New York, v. 16, n. 1, p. 31-61, 2003.

DUDLEY, W. C.; HUBBARD, R. G. **How capital markets enhance economic performance and facilitate job creation**. New York: Global Markets Institute, 2004. p. 1-26.

DUFFIE, D. **Dark markets: asset pricing and information transmission in over-the-counter markets**. Princeton: Princeton University, 2012.

EHRHARDT, M. C.; BRIGHAM, E. F. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

EURONEXT. Disponível em: <<https://www.euronext.com/we-are-uronext/a-unique-europeanmarketplace>>. Acesso em: 22 out. 2016.

FABOZZI, F. J. **Capital markets: institutions, instruments and risk management**. 5. ed. Massachusetts: MIT, 2015.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed. Rio de Janeiro: Quality-mark, 2008.

GASTINEAU, G. L.; KRITZMAN, M. P. **Dicionário de administração de risco financeiro**. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 2000.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004.

GOMES, F. R. A bolsa de valores brasileira como fonte de informações financeiras. **Perspectivas em Ciência da Informação**, Belo Horizonte, v. 2, n. 2, p. 189-202, 1997.

GREGORIOU, G. N. **Initial Public Offerings (IPO): an international perspective of IPOs**. Oxford: Elsevier, 2011.

GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, E. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HAIR, J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HOVAKIMIAN, A.; HUTTON, I. Merger-Motivated IPOs. **Financial Management**, Tampa, v. 39, n. 4, p. 1547-1573, 2010.

ISLAM, Z. M. D.; AHMED, S. U.; HASAN, I. Corporate social responsibility and financial performance linkage: evidence from the banking sector of Bangladesh. **Journal of Organizational Management**, GeorgeTown, v. 1, n. 1, p. 14-21, 2012.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. 2010. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com\\_content&view=article&id=1520:catid=28&Itemid=23](http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=1520:catid=28&Itemid=23)>. Acesso em: 10 set. 2015.

JAIN, Bharat A.; KINI, Omesh. The post-issue operating performance of IPO firms. **The journal of finance**, v. 49, n. 5, p. 1699-1726, 1994.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KHURSHED, A.; PALEARI, S.; VISMARA, S. The operating performance of initial public offerings: the UK experience. In: AUSTRALASIAN BANKING AND FINANCE CONFERENCE, 2003, Sydney. **Anais...** Sydney: [s. n.], 2003. p. 1-29.

KIM, K. A.; KITSABUNNARAT, P.; NOFSINGER, J. R. Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 10, n. 3, p. 355-381, 2004.

KHURSHED, A.; PALEARI, S.; VISMARA, S. **The operating performance of initial public offerings: the uk experience**. Disponível em: <<https://www.researchgate.net/publica->

tion/245549860\_The\_Operating\_Performance\_of\_Initial\_Public\_Offerings\_The\_UK\_Experience>. Acesso em: 22 jan. 2017.

LA EVEN, L. **The development of local capital markets: rationale and challenges**. Washington. International Monetary Fund, 2014.

LI AW, K. T. **Capital markets**. Masson: Thomson / South-Western, 2004.

LO P ES, C. F. L. R. et al. Financiamento de longo prazo: Mercado de debêntures e programa de emissão da BNDESPAR. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 27, p. 43-70, jun. 2007.

MATA RAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MAUER, D. C.; SENBET, L. W. The effect of the secondary market on the pricing of initial public offerings: theory and evidence. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 27, n. 1, p. 55-79, 1992.

MIKKELSON, W. H.; PARTCH, M. M.; SHAH, K. Ownership and operating performance of companies that go public. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 44, n. 3, p. 281-307, 1997.

NIADA, A. L. **O processo primário de abertura de capital**. 2011. 85 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2012.

NOBREGA, M. et al. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. São Paulo: Bolsa de valores de São Paulo, 2000.

OBSTFELD, M. **The global capital market: benefactor or menace?** Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1998.

OLIVEIRA, B. C. **Fatores determinantes para abertura de capital de empresas brasileiras**. 2011. 110 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

OLIVEIRA, L. Neutros e neutros. **Humanidades**. Brasília, v. 5, n. 10, p. 122-127, 1988.

PADOVEZE, C. L. BENEDICTO, G. C. **Análise das demonstrações financeiras**. 3. ed., rev. e aum. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

PADOVEZE, C. L. **Contabilidade gerencial**. Curitiba: IESDE Brasil S.A, 2012.

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

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2007.

ROJAS-SUAREZ, L. **Towards strong and stable capital markets in emerging market economies**. Washington: Center for Global Development, 2014.

ROMERO-TORRES, J.; WELLS, S.; SELWYN-KHAN, S. **Development of capital markets in Member Countries of the South Asian Association for regional cooperation**. Mandaluyong: Asian Development Bank, 2013.

ROSS, S. A. et al. **Administração financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

ROYCHOWDHURY, S.; WATTS, R. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 44, n. 1, p. 2-31, 2007.

SALES, G. A. W. **Estudo da destinação dos recursos captados em ofertas públicas de ações no Brasil e seus efeitos**. 2012. 89 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Economia) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

VASCONCELLOS, M. A. S.; GARCIA, M. H. **Fundamentos de economia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

WARDIL, F. S. **Análise do impacto das ofertas públicas iniciais sobre as empresas brasileiras: utilizando indicadores contábeis calculados a partir de evidências empíricas no Brasil**. 2009. 57 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia) - Escola de Pós Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2009.

WONG, J. Operating performance of initial public offering companies in Hong Kong. **Journal of Modern Accounting and Auditing**, New York, v. 8, n. 1, p. 48-67, 2012.

WORLD BANK. **Market capitalization of listed companies**. 2016a. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO>>. Acesso em: 22 jun. 2016.

WORLD BANK. **Total number of listed companies**. 2016b. Disponível em: <<http://wdi.worldbank.org/table/5.4>>. Acesso em: 21 maio 2016.

ZILIO, A. **Decisão das empresas de realizar um IPO e implicações sobre desempenho: uma análise da experiência brasileira**. 2012. 55 f. Tese (Doutorado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

**APÊNDICE – Teste de *Hausman***

***Hausman* – Modelo de crescimento 1**

Variáveis	Coeficiente	Coeficiente	Diferença	SQRT
	FE	RE		
<b>End. geral</b>	0,3202229	-0,1852812	-0,1349417	0,0734044
<b>Tamanho</b>	1,149798	1,040738	0,10906	0,0669937
<b>Giro AT</b>	0,5881458	0,6443691	-0,0562233	0,057386
<b>IPO</b>	-0,0525947	0,0379094	-0,0905041	0,0357785

***Hausman* – Modelo de crescimento 2**

Variáveis	Coeficiente	Coeficiente	Diferença	SQRT
	FE	RE		
<b>End. geral</b>	0,1200398	0,1682354	-0,0481957	0,0481957
<b>Giro AT</b>	0,0195902	0,0737674	-0, 0541772	0,0404546
<b>IPO</b>	0,5198574	0,5383466	-0,0184892	0,0119165

***Hausman* – Modelo ROA**

Variáveis	Coeficiente	Coeficiente	Diferença	SQRT
	FE	RE		
<b>End. geral</b>	-0,2061724	-0,1903301	-0,0158423	0,0110623
<b>Tamanho</b>	0,0417127	0,0182456	0,0234671	0,010306
<b>Margem Líquida</b>	0,0698907	0,0724035	-0, 0025128	0, 0024411
<b>Giro AT</b>	0,1176257	0,0856536	0,0319721	0,0089325
<b>IPO</b>	-0,0438019	-0, 037604	-0, 0061978	0,0054783

*Hausman – Modelo ROE*

Variáveis	Coeficiente	Coeficiente	Diferença	SQRT
	FE	RE		
<b>End. geral</b>	-0,1643106	-0,1861434	-0,3504541	0,4571234
<b>Vendas</b>	0,2694809	0,353117	-0, 0836361	0,184095
<b>Margem Líquida</b>	0,5037082	0,4757727	0,0279355	0,1258797
<b>Giro AT</b>	-0,1534014	0,2092831	-0,3626845	0,271865
<b>IPO</b>	-0, 6026468	-0, 5241266	-0, 0785201	0, 1268816

*Hausman – Modelo Margem Líquida (ML)*

Variáveis	Coeficiente	Coeficiente	Diferença	SQRT
	FE	RE		
<b>Part. PL</b>	0,2990087	0, 4728675	-0, 1738588	0, 1114964
<b>Tamanho</b>	0, 0540256	0, 13332	-0, 0792944	0, 0789171
<b>IPO</b>	0,0077006	-0, 0591016	0, 0668022	0, 0508069