

**O COMPORTAMENTO DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS
JUSTIFICA UMA IPO?**

**DOES THE BEHAVIOR OF ECONOMIC AND FINANCIAL INDICATORS JUSTIFY
AN IPO?**

Luciane Dagostini

Doutoranda em Ciências Contábeis (UFPR)
Universidade Tecnológica Federal do Paraná (UTFPR)
Orcid: <http://orcid.org/0000-0002-9351-8778>
e-mail: lu.dagostini2020@gmail.com

Renata Orsato

Doutoranda em Ciências Contábeis (UFPR)
ExxonMobil Corporation
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-4486-9264>
e-mail: re.orsato@gmail.com

João Zeferino Junior

Mestre em Contabilidade (UFPR)
Instituto de Ensino Superior Santo Antônio
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-6441-9471>
e-mail: juniorzeferino@gmail.com

Nayane Thais Krespi Musial

Doutora em Métodos Numéricos em Engenharia (UFPR)
Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Orcid: <http://orcid.org/0000-0002-9653-1417>
e-mail: nkrespi@gmail.com

RESUMO

Entre 2010 e 2017, o mercado de IPOs brasileiro registrou 39 ofertas, que movimentaram um total de 26,2 bilhões de reais. Mesmo com montante expressivo de valores envolvidos, grande parte dos estudos sobre desempenho econômico-financeiro de empresas que realizaram oferta pública inicial de ações apontam para redução nos indicadores de desempenho do período pós-IPO. Por outro lado, a abertura de capital pode levar a melhoras na alavancagem, além de crescimento das receitas líquidas. Esta pesquisa tem como objetivo avaliar o comportamento dos indicadores de desempenho econômico-financeiro antes e depois da IPO de empresas da B³, no período de 2010 a 2017. A amostra abrange 27 processos, compreendendo dois anos anteriores e dois anos posteriores à IPO. A metodologia abrangeu teste de Wilcoxon e dados em painel. Os resultados obtidos no painel apontaram que o aumento no capital social é acompanhado por aumentos na receita líquida e no indicador da margem líquida, além de reduções nos indicadores de giro do ativo e de endividamento de curto prazo. Os resultados obtidos com o teste de Wilcoxon e a comparação entre as medianas demonstraram tendências de desaceleração nos indicadores de margem líquida e ROA, bem como de piora nos indicadores de endividamento de curto e longo prazo.

Palavras-chave: Indicadores econômico-financeiros. IPO. Desempenho.

ABSTRACT

Between 2010 and 2017, the Brazilian IPO market registered 39 offers, which moved a total of 26.2 billion reais. Even with a significant number of amounts involved, most studies on economic and financial performance of companies that carried out an initial public offering of shares point to a reduction in performance indicators in the post-IPO period. On the other hand, going public can lead to improvements in leverage, in addition to growth in net income. This research aims to evaluate the behavior of economic-financial performance indicators before and after the IPO of B3 companies, in the period from 2010 to 2017. The sample comprises 27 processes, comprising two years before and two years after the IPO. The methodology included Wilcoxon test and panel data. The results obtained in the panel showed that the increase in share capital is accompanied by increases in net revenue and in the net margin indicator, in addition to reductions in asset turnover and short-term indebtedness indicators. The results obtained with the Wilcoxon test and the comparison between the medians showed deceleration trends in the net margin and ROA indicators, as well as a worsening in the short and long-term debt indicators.

Keywords: Economic-financial indicators. IPO. Performance.

1. INTRODUÇÃO

A composição de capital das companhias revela muito sobre quais são suas estratégias de negócios, dentre as quais se destaca a forma como buscam financiar suas atividades, seja por meio do aumento da alavancagem financeira via obtenção de crédito, seja pelo aumento do patrimônio líquido via abertura de capital (BOSSOLANI, 2009; SILVA et al., 2017). Mesmo existindo custos iniciais consideráveis relacionados à abertura de capital, essa estratégia ainda é vantajosa para as empresas frente a outras modalidades de captação de recursos junto a terceiros (BOMFIM et al., 2007; SILVA et al., 2017).

Custos iniciais relacionados à abertura de capital são relevantes e podem ser divididos em duas fases: a primeira fase vai até a oferta inicial das ações, incorrendo em custos com instituições financeiras coordenadoras do processo, honorários advocatícios, honorários de auditores independentes, taxas da CVM e da B³, gastos com escriturações, custodiantes e câmaras de liquidação, despesas com divulgação e publicidade. Na fase posterior, surgem gastos relativos às exigências para as companhias abertas brasileiras, tais como manutenção da estrutura de governança corporativa, contratação de auditoria independente para atestar a qualidade das informações que são divulgadas, convocações e registros de atas de assembleias, divulgações de fatos relevantes, taxas da CVM e da B³ (DELOITTE, 2017).

A opção pela abertura de capital com negociação de ações em bolsa de valores é denominada Oferta Pública Inicial, ou em inglês *Initial Public Offering* – IPO. Só no Brasil, entre 2010 e 2017 foram realizadas 39 aberturas iniciais de capital, capazes de movimentar um total de 26,2 bilhões de reais, por mais que dentro deste período tenham sido registradas duas recessões – a crise do *subprime* e a retração econômica causada pela pandemia do Covid-19 (CVM, 2020).

Independentemente de a empresa estar situada em países desenvolvidos ou emergentes, a decisão de abrir o capital normalmente é motivada pelo crescimento da atividade, do mercado ou da produtividade (KÜHL et al., 2008; STEFFEN; ZANINI, 2012; SILVA et al., 2017). Outros incentivos são mudanças de tendências econômicas, manutenção da continuidade operacional, acesso a novas formas de crédito, poder de negociação com bancos, maior liquidez e redução do custo de capital (BOSSOLANI, 2009; SILVA et al., 2017; LAOKULRACH, 2019; KALIL; BENEDICTO, 2018).



A IPO representa um instrumento de estratégia financeira para captação de recursos de longo prazo, sendo vinculada a projetos de investimentos que reforçam o prestígio, a confiabilidade e a legitimação da empresa no meio empresarial. Com a oferta pública inicial, as empresas passam a cumprir regras e regulamentos de divulgação e transparência da informação contábil e financeira, os quais garantem maior segurança aos investidores (PAGANO et al., 1996; BOMFIM et al., 2007; DEEDS et al., 1997; KALIL; BENEDICTO, 2018).

O cumprimento de regras e regulamentações permite que haja a diminuição do risco atrelado à assimetria informacional, o que se traduz em redução do custo de capital (DYE, 2001; VERRECCHIA, 2001), assim, a realização da IPO pode sinalizar um bom desempenho econômico. Isso porque uma empresa que fez IPO passa a apresentar um maior nível de divulgação de informações financeiras, de forma a facilitar a obtenção de indicadores que demonstram seu *status* financeiro-econômico (BOMFIM et al., 2007; SILVA et al., 2017; KALIL; BENEDICTO, 2018).

Entretanto, sabendo-se que a divulgação das informações financeiras sinaliza a saúde financeira das empresas ao mercado, podem surgir incentivos para que efetuem práticas de gerenciamento de resultados (Bruton et al., 2010). Nesse interim, a IPO é um incentivo para que sejam divulgadas informações que demonstrem ótimo desempenho contábil-financeiro na fase pré-IPO, o que muitas vezes acaba por não se sustentar após o processo de abertura de capital, sendo comum a evidência de desempenho inferior na fase pós-IPO (AHMAD-ZALUKI, 2008; BRUTON et al., 2010; DEGEORGE; ZECKHAUSER, 1993).

Neste sentido, segundo Laokulrach (2019), os estudos realizados em países emergentes apontam para uma redução no desempenho operacional das empresas que fizeram a IPO no período posterior à abertura de capital. O autor atribui três motivos como justificativa: problemas de agência, manipulação das demonstrações financeiras na fase pré-IPO e *market timing*. A constatação de redução no desempenho pós-IPO é reforçada pelos estudos empíricos de DeGeorge e Zeckhauser (1993), Ahmad-Zaluki (2008), Arik e Mutlu (2015), Anderson et al., (2015), Giudici e Bonaventura (2018), Mhagama e Topak (2019), Laokulrach (2019) e Michel et al., (2020).

Por outro lado, algumas pesquisas evidenciaram redução na alavancagem e de novos investimentos no período que seguiu a realização de IPO, com redução de captação de recursos financeiros, ou seja, redução da alavancagem, e busca por estabilidade após períodos de esforços de crescimento (DEGEORGE; ZECKHAUSER, 1993; OPLER; TITMAN, 1994; PAGANO et al., 1996). Ainda, a queda na alavancagem resultou em redução nas despesas financeiras, refletindo na manutenção ou aumento da rentabilidade e desempenho operacional no pós-IPO (BOSSOLANI, 2009; WARDIL, 2009; CAO; MONTEZANO, 2016). Soma-se a estas constatações os achados de Kalil e Benedicto (2018), que apontaram um impacto positivo no crescimento das receitas líquidas, porém negativo na rentabilidade dos ativos e retorno do patrimônio líquido.

Os resultados evidenciados pelos autores acima demonstram que a IPO, como opção de captação de recursos, pode contribuir para redução da alavancagem financeira e das taxas de empréstimos e financiamentos obtidos, o que conduz à diminuição de despesas financeiras de juros. Recursos obtidos via IPO proporcionam aumento de ativos, o que permite maior geração de caixa e aumento da receita líquida, por mais que ocorram quedas na rentabilidade.

Mesmo que os estudos apontem para redução em grande parte dos indicadores de desempenho pós-IPO, a abertura de capital pode levar a melhoras na alavancagem, além de crescimento das receitas líquidas. Tanto é que, retomando a contextualização já apresentada, entre 2010 e 2017, o mercado de IPOs brasileiro movimentou 26,2 bilhões de reais. A partir disto, chegou-se ao seguinte problema da pesquisa: **Qual o comportamento dos indicadores**

de desempenho econômico-financeiro antes e depois do IPO de empresas da B³? O objetivo geral é avaliar o comportamento dos indicadores de desempenho econômico-financeiro antes e depois do IPO de empresas da B³.

Ademais, esta pesquisa se justifica pelo fato de que, no cenário internacional, a maioria das pesquisas evidenciam reflexos negativos no desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram IPO, neste consorte, busca-se analisar se estes resultados podem ser semelhantes nas empresas brasileiras. Todavia, pondera-se que, devido ao menor custo de obtenção de recursos, no Brasil é comum que as empresas prefiram fontes de capital de terceiros (ROCCA, 2018; COSTA & BORÇA JUNIOR, 2019). Assim, os resultados podem ser relevantes para a comunidade acadêmica, profissionais envolvidos na gestão e preparação das informações das empresas, além de investidores do mercado financeiro.

Na pesquisa optou-se por analisar as IPOs ocorridas entre 2010 e 2017, que tivessem dados disponíveis relativos a dois anos antes da IPO, no ano da IPO e dois anos após a IPO, obtendo 27 processos no total. O fato de haver uma quantidade pequena de IPOs pode ser considerado como fator limitante, visto que resultou em um número de observações relativamente pequeno, de 135. Também se salienta a escolha dos indicadores, sendo que estes não representam toda a realidade econômico-financeira das empresas. Contudo, por meio dos dados é possível traçar um panorama geral do comportamento dos índices de desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras que realizaram IPO, considerando os períodos pré-IPO e pós-IPO.

2. DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

Uma das formas mais relevantes para captação de recursos e expansão dos negócios das empresas é a Oferta Pública Inicial, ou em inglês *Initial Public Offering* – IPO, por meio da qual as empresas mudam seu *status* de capital fechado para sociedade anônima, deixando de serem privadas para se tornarem públicas (BOSSOLANI, 2009; LAOKULRACH, 2019). Neste momento, as empresas lançam suas ações no mercado e assim captam recursos de investidores, que passam a deter parte de seu capital. Todo o processo de emissão e distribuição da oferta é feita por um banco *underwriter* (ELLER, 2012).

A IPO consiste em uma das ferramentas de captação de recursos de longo prazo, que pode ser utilizada como uma estratégia financeira da empresa frente a projetos de investimentos, crescimento e reestruturação de capital (PAGANO et al., 1996; BOMFIM et al., 2007). Ademais, a abertura de capital também pode ser motivada por questões relacionadas a reestruturações societárias, partilhas de herança, processos sucessórios e ainda pela saída de acionistas principais (BOMFIM et al., 2007).

Outro reflexo da abertura de capital é o aumento de prestígio e confiabilidade da empresa, sob a ótica dos investidores (LAOKULRACH, 2019), em que esta acaba por aumentar a sua legitimidade no meio empresarial, facilitando o acesso a financiamentos de dívida (DEEDS et al., 1997). Esta redução nos custos dos financiamentos é decorrente do maior nível de informações divulgadas no meio público, considerando que o acesso ao mercado de capitais pode ser considerado como uma outra fonte de recursos frente às restrições de crédito (PAGANO et al., 1996; BOSSOLANI, 2009).

Porém, uma das consequências da abertura de capital compreende a exigência de cumprimento de regras e regulamentos, que até então não eram pertinentes a realidade da empresa, como a transparência informacional e uso de práticas de boa governança (LAOKULRACH, 2019). Quanto a tal disponibilização de informação, significa que a empresa deve expor seus dados financeiros e operacionais ao mercado, levando em consideração a



necessidade informacional de seus investidores (KALIL; BENEDICTO, 2018), fatos estes que impulsionam o melhoramento da qualidade dos relatórios financeiros disponibilizados pela empresa agora listada (BALL; SHIVAKUMAR, 2008). Ressalta-se que, no momento da IPO, existe uma limitação de informações acerca da saúde econômico-financeira da empresa, o que incentiva as práticas de gerenciamento de resultados, podendo mascarar o real valor da empresa (BRUTON et al., 2010).

Neste sentido, se torna importante o acompanhamento do desempenho econômico-financeiro da empresa antes, durante e posteriormente a IPO, pois a assimetria da informação é um dos problemas que as empresas enfrentam quando fazem a IPO, já que os gestores possuem informações privilegiadas sobre oportunidades de investimento e futuras entradas de caixa que são alheias aos investidores (ROOSENBOOM et al., 2003).

A IPO pode ser considerada como uma experiência de equilíbrio financeiro da empresa após longos períodos de investimento e crescimento, períodos nos quais era necessário o aumento da alavancagem financeira por parte da empresa para atingir seus objetivos (DEGEORGE; ZECKHAUSER, 1993). Para Opler e Titman, (1994) e Bossolani (2009), após a IPO existe uma tendência contundente de redução da alavancagem e dos valores de investimentos, pois o equilíbrio ideal da estrutura de capital promove a redução da alavancagem e aumenta a rentabilidade pela redução de despesas financeiras.

Considerando que a IPO representa uma decisão de financiamento que afeta vários aspectos da empresa, seja na estrutura de capital, mercados, situação econômico-financeira, cultura empresarial, entre outros, torna-se fundamental a análise das demonstrações financeiras para avaliar a situação econômico-financeira da empresa, e o desempenho financeiro da empresa é medido por indicadores baseados em informações obtidas das demonstrações divulgadas pelas empresas (KALIL; BENEDICTO, 2018).

Várias pesquisas no contexto nacional têm buscado verificar o desempenho financeiro das empresas antes, durante e após a IPO. Dentre estas, Bossolani (2009) analisou se as empresas melhoraram seu desempenho após a IPO, no período de 2004 até 2006. O desempenho foi definido por um maior crescimento e rentabilidade. Além disso, o estudo evidenciou que as empresas utilizam os recursos provenientes da IPO para aumentar seus investimentos e acelerar o crescimento dos ativos e receitas, o que as torna menos alavancadas que no período pré-IPO, reduzindo suas despesas financeiras e promovendo a manutenção da rentabilidade pós-IPO.

Wardil (2009) mostrou o impacto da IPO em empresas brasileiras no período de 2004 a 2007, comparando o período pré-IPO e pós-IPO. Os resultados evidenciaram que mais de 90% das empresas da amostra usaram a IPO como forma de capitalização, possibilitando no período pós-IPO aumento no resultado operacional e redução de grau de alavancagem das empresas. Zilio (2012) identificou os fatores que influenciam na decisão das empresas fazerem IPO e as implicações sobre o desempenho operacional *ex-post*, em empresas brasileiras, no período de 2002 a 2010. Os resultados evidenciaram que empresas menores, com mais dívidas, maior rentabilidade, investimento e crescimento realizaram IPO.

Cao e Montezano (2016) investigaram se houve mudança de longo prazo no desempenho operacional e financeiro de empresas que fizeram IPO entre os anos de 2002 e 2008. Consideraram período pré-IPO e pós-IPO. Baseados nas variáveis de tamanho, taxa de crescimento, rentabilidade, alavancagem financeira, nível de investimentos e taxa de investimentos, constataram melhorias na rentabilidade, tamanho, nível e taxa de investimento. Ainda verificaram que não houve mudanças significativas na alavancagem financeira e na taxa de crescimento após a IPO.

Silva et al., (2017) investigaram a relação do desempenho econômico e financeiro das empresas com os retornos anormais dos ativos negociados com a abertura de capital, no período de 2004 a 2012, encontrando uma relação positiva entre os retornos anormais e as variáveis

econômico-financeiras das empresas que fizeram a IPO. Kalil e Benedicto (2018) avaliaram o impacto da IPO no desempenho econômico-financeiro das empresas listadas na B³, no período entre 2008 e 2013, levando em consideração período pré-IPO e pós-IPO. Seus resultados sugerem um impacto positivo da realização da IPO no crescimento das receitas líquidas e negativo na rentabilidade dos ativos e patrimônio líquido. O modelo de lucratividade das vendas, medido pela margem líquida, não apresentou significância.

Correia (2019) analisou a relação entre as transações com partes relacionadas (TPRs) e o desempenho das empresas brasileiras antes, durante e após a IPO, entre 2008 e 2017. As variáveis utilizadas na pesquisa foram ROA, fluxo de caixa operacional, EBITDA, tamanho, alavancagem, *capex*, tamanho da firma de auditoria e listagem nos níveis diferenciados de governança. Os resultados evidenciaram relação positiva entre as TPRs e o desempenho no ano da IPO e pós-IPO. No período pré-IPO não houve relação. Viana Junior et al., (2020) investigaram a relação entre a concentração de propriedade e a variação do desempenho antes e depois da IPO, em 55 empresas listadas na B³ entre os anos de 2004 e 2015. Utilizando as variáveis ROA, ROE, concentração de propriedade, tamanho, endividamento, rentabilidade, volume de negociações, crise e setor, verificaram diminuição do desempenho pós-IPO, baseado nos valores médios do ROA e ROE.

No cenário internacional, Degeorge e Zeckhauser (1993) apuraram que problemas de assimetria da informação, efeitos comportamentais e dívidas levam as empresas que fazem IPO a apresentar desempenho superior na fase pré-IPO e desempenho inferior no pós-IPO, sendo que o aumento de ativos não é acompanhado pelo aumento das receitas. Ahmad-Zaluki (2008) investigaram o desempenho operacional e o gerenciamento de resultados em 254 empresas da Malásia, que fizeram a IPO no período de 1990 a 2000. Os autores evidenciaram redução no desempenho no ano da IPO e no período pós-IPO, atrelada ao gerenciamento de resultados.

Solehah (2013) examinou o impacto dos mecanismos de governança corporativa (características do conselho) no desempenho pré-IPO e pós-IPO de 77 empresas, familiares e não familiares, da Malásia, no período de 2006 a 2009. Constatou não haver diferença entre o desempenho entre empresas familiares e não familiares. Quanto ao desempenho pré-IPO e pós-IPO, encontrou relação positiva entre percentual de membros da família no conselho e relação negativa com tamanho do conselho, dualidade e idade da empresa.

Arik e Mutlu (2015) examinaram o desempenho operacional de 102 empresas listadas na bolsa de Istambul na fase de pós-IPO, no período de 2007 a 2013. Eles encontraram redução no desempenho operacional, exceto nos fluxos de caixa das operações sobre ativos, na comparação entre os períodos pré e pós-IPO. Anderson et al., (2015) estudaram o *underpricing* da IPO e o desempenho de longo prazo em 281 empresas chinesas que fizeram a IPO da ChiNext, de outubro de 2009 a dezembro de 2011. Evidenciaram uma redução expressiva do desempenho destas empresas pós-IPO.

Giudici e Bonaventura (2018) estudaram o desempenho de 245 empresas europeias que fizeram transações de fusão e aquisição após a IPO, analisando ROA e a margem líquida. Encontraram uma redução significativa no desempenho operacional pós-IPO, tendo como base a fase pré-IPO. Mhagama e Topak (2019) verificaram a relação entre a IPO e o desempenho financeiro em 38 empresas turcas, nos anos de 2003 a 2011. Baseados nas variáveis ROA, ROE e margem de lucro operacional, efetuaram comparações entre os períodos pré e pós-IPO. Os resultados demonstraram que o desempenho financeiro reduziu no ano da oferta e no período pós-IPO, se comparado com o período pré-IPO.

Laokulrach (2019) investigou o desempenho operacional de 82 pequenas e médias empresas tailandesas, no período pré-IPO e pós-IPO, quanto a eficiência e lucratividade, durante os anos de 2001 a 2014. Evidenciou redução do desempenho operacional no ano da oferta e no período pós-IPO, tendo encontrado também um aumento da receita no pós-IPO,

mesmo com aumento da receita em proporção inferior à taxa de aumento dos ativos. Michel et al., (2020) investigaram a evolução da participação de investidores institucionais no capital social durante o período pós-IPO, e como o desempenho operacional se relaciona com esta participação. Evidenciaram relação positiva entre o desempenho pós-IPO e a participação institucional, mas que esta relação tende a diminuir a partir do terceiro ano da IPO.

Considerando os resultados de pesquisas nacionais e internacionais, existem evidências contundentes de aumento de receitas líquidas, além de redução de alavancagem financeira e de outros indicadores de desempenho operacional das empresas na fase pós-IPO, constatações estas que motivaram a elencar as seguintes hipóteses de pesquisa:

H₁: O aumento das receitas líquidas justifica a realização da IPO.

H₂: A redução da alavancagem justifica a realização da IPO.

H₃: Com exceção de receitas líquidas e alavancagem, o posterior desempenho dos indicadores de desempenho econômico-financeiro não justifica a realização da IPO.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atender ao objetivo geral proposto, de avaliar o comportamento dos indicadores de desempenho econômico-financeiro antes e depois do IPO de empresas da B³, o delineamento da pesquisa caracteriza-se quanto ao objetivo como descritiva, quanto aos procedimentos como documental e com abordagem quantitativa. A Tabela 1 elenca os tópicos de enquadramento metodológico.

Tabela 1. Enquadramento metodológico

Aspecto	Estratégia	Autores
Abordagem metodológica	Positivista	Martins e Theóphilo (2009)
Objetivos	Pesquisa descritiva	Raupp e Beuren (2006)
Abordagem do problema	Quantitativa	Raupp e Beuren (2006)
Estratégia de pesquisa	Pesquisa documental	Raupp e Beuren (2006)
Técnica de coleta de dados	Dados secundários	Martins e Theóphilo (2009)
Técnica para avaliação quantitativa	Estatística inferencial	Martins e Theóphilo (2009)
Abordagem quanto à dimensão do tempo	Transversal	Cooper e Schindler (2003)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com a finalidade de se testar as hipóteses de pesquisa, foram selecionadas 27 empresas que realizaram IPO na bolsa de valores B³ entre os anos de 2010 e 2017. Justifica-se 2010 como o ano inicial devido à adequação das demonstrações contábeis ao padrão IFRS, determinada pela Instrução CVM nº 457, de julho de 2007, bem como o ano final de 2017 pela disponibilidade de dados destinados à coleta.

A Tabela 2 traz as empresas que compõem a amostra de estudo. As companhias foram selecionadas dentre 39 ofertas públicas iniciais de ações ocorridas de 2010 a 2017, efetuadas por 38 empresas – duas das ofertas se referiam à mesma empresa. Das 38 empresas, 11 foram excluídas da amostra por não apresentarem todos os dados necessários à coleta realizada.

Tabela 2. Amostra do estudo

Nº	Ano de IPO	Empresa	Período de coleta
1	2010	ALIANSCÉ SHOPPING CENTERS S/A	2008-2012
2	2010	ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	2008-2012
3	2010	BR PROPERTIES S.A.	2008-2012
4	2010	JSL S.A.	2008-2012
5	2011	AUTOMETAL S.A.	2009-2013
6	2011	ALIANSCÉ SONAE SHOPPING CENTERS S.A.	2009-2013
7	2011	AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	2009-2013
8	2011	INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	2009-2013
9	2011	MAGAZINE LUIZA S.A.	2009-2013
10	2011	T4F ENTRETENIMENTO S.A.	2009-2013
11	2011	TECHNOS S.A.	2009-2013
12	2012	CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	2010-2014
13	2012	UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	2010-2014
14	2013	LINX S.A.	2011-2015
15	2013	SINQIA S.A.	2011-2015
16	2013	BIOSEV S.A.	2011-2015
17	2013	CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	2011-2015
18	2013	SER EDUCACIONAL S.A.	2011-2015
19	2013	ANIMA HOLDING S.A.	2011-2015
20	2016	CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.	2014-2018
21	2017	INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.	2015-2019
22	2017	MOVIDA PARTICIPACOES S.A.	2015-2019
23	2017	AZUL S.A.	2015-2019
24	2017	OMEGA GERAÇÃO S.A.	2015-2019
25	2017	ATACADÃO S.A.	2015-2019
26	2017	CAMIL ALIMENTOS S.A.	2015-2019
27	2017	BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAUR.S.A.	2015-2019

Fonte: Elaborado pelos autores.

A coleta de dados anuais abrangeu períodos diferentes para cada empresa, visto que as IPOs ocorreram em anos diferentes. Basicamente, selecionou-se os dados das demonstrações anuais publicadas nos dois anos imediatamente anteriores à realização de IPO, no ano em que ocorreu a IPO e nos dois anos imediatamente posteriores à realização de IPO. Dessa forma, por mais que diferentes períodos tenham sido considerados, para cada empresa foram coletados dados correspondentes a 5 anos (2 anos pré-IPO, 1 ano de IPO e 2 anos pós-IPO). O intuito foi verificar o desempenho dos indicadores ao longo dos 5 anos, resultando em um total de 135 observações.

Os dados coletados abrangeram Receita Líquida de Vendas (RL), Ativo Total (AT), Lucro Líquido (LL), Patrimônio Líquido (PL), Passivo Circulante (PC), Passivo Não Circulante (PNC), e Capital Social (CS). Com exceção de Capital Social (CS), os demais dados foram utilizados para os cálculos dos índices de desempenho empregados nas análises. Ainda, a

variável Capital Social (CS) foi coletada para ser utilizada na estimação de dados em painel, com vistas a identificar a ocorrência de IPO por meio do aumento de capital social.

Adicionalmente, foi utilizado o logaritmo natural nas variáveis de Capital Social (CS) e Receita Líquida de Vendas (RL) apenas na estimação de dados em painel, para que todas as variáveis do modelo ficassem em escalas semelhantes. Na Tabela 3, do constructo da pesquisa (MARTINS; THEÓPHILO, 2009), são demonstradas as variáveis desempenho utilizadas.

Tabela 3. Construto da pesquisa

Variáveis de desempenho	Proxies	Autores de base
Giro do Ativo (GA)	RL/AT	Silva et al., (2017); Kalil e Benedicto (2018).
Margem Líquida (ML)	LL/RL	Kalil e Benedicto (2018); Mhagama e Topak (2019).
Retorno Sobre Ativo (ROA)	LL/AT	Bossolani (2009); Cao e Montezano (2016); Silva et al., (2017); Kalil e Benedicto (2018); Giudici e Bonaventura (2018); Correia (2019); Mhagama e Topak (2019); Michel et al., (2020); Viana Junior et al., (2020).
Endividamento de Curto Prazo (Endiv. CP)	PC/AT	Pagano et al., (1996); Bossolani (2009); Cao e Montezano (2016); Silva et al., (2017); Kalil e Benedicto (2018); Correia (2019); Michel et al., (2020).
Endividamento de Longo Prazo (Endiv. LP)	PNC/AT	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Salienta-se que, apesar da variável Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) ser indicada pela literatura de base (BOSSOLANI, 2009; KALIL; BENEDICTO, 2018; MHAGAMA; TOPAK, 2019; VIANA JUNIOR et al., 2020), como algumas companhias apresentaram valores negativos para o patrimônio líquido e isso poderia vir a originar vieses nos resultados obtidos, optou-se por não a empregar no presente estudo.

As variáveis foram coletadas manualmente nas demonstrações anuais das companhias, publicadas no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A partir de então, submeteu-se as variáveis a duas técnicas de análise de dados, o teste de Wilcoxon e a estimação de dados em painel, por meio dos *softwares* IBM SPSS® e Stata.

Inicialmente recorreu-se a um teste de hipóteses não-paramétrico, sendo o teste de Wilcoxon, para visualizar o comportamento dos indicadores e efetuar comparações entre os dados registrados antes e após a IPO. Não foi possível utilizar um teste paramétrico pelo fato de o teste de Kolmogorov-Smirnov não ter identificado normalidade univariada para quase todas as distribuições de variáveis.

A base de dados foi formatada, para que fosse possível aplicar o teste de Wilcoxon. Calculou-se a diferença entre os dados registrados nos dois anos anteriores ao ano de realização da IPO (período t-2) e os dados registrados no ano de ocorrência da IPO (período t); além da diferença entre os dados registrados nos dois anos posteriores ao ano de realização da IPO (período t+2) e os dados registrados no ano de ocorrência da IPO (período t). Assim, foram feitas comparações que abrangeram 5 anos de observações, gerando amostras pré-IPO (diferença entre os dados de t-2 e t) e pós IPO (diferença entre os dados de t e t+2).

A seguir, empregou-se pares de amostras para cada um dos indicadores de desempenho e para a Receita Líquida. O teste de Wilcoxon efetuou as comparações entre as medianas dos pares de amostras. Os resultados estão relacionados na seção de Descrição e Análise de Resultados.

A exemplo de Mhagama e Topak (2019), em um segundo momento, para complementar o teste de Wilcoxon, fez-se necessário observar o comportamento dos indicadores em um horizonte de tempo transversal e contínuo. A metodologia de dados em painel possibilitaria que se observasse o desempenho dos indicadores, na medida em que o capital social registrava aumentos. Para tanto, voltou-se às observações originais de cada IPO, as quais abrangeram períodos de 5 anos na composição do painel de dados (Kovach et al., 2015). O painel buscou identificar se o aumento no capital social é explicado pelo comportamento da receita líquida e dos indicadores de desempenho. A equação (1) demonstra o modelo testado.

$$CS_{it} = RL_{it} + Giro Ativo_{it} + Margem Líq_{it} + ROA_{it} + Endiv CP_{it} + Endiv LP_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

Em que CS_{it} indica o valor do Capital Social; RL_{it} é Receita Líquida; $Giro Ativo_{it}$ é Giro do Ativo; $Margem Líq_{it}$ é Margem Líquida; ROA_{it} é Retorno Sobre o Ativo; $Endiv CP_{it}$ é Endividamento de Curto Prazo; e $Endiv LP_{it}$ é Endividamento de Longo Prazo.

Ao resumir o passo a passo da metodologia aplicada, a Tabela 4 demonstra o protocolo de análise seguido para os testes estatísticos.

Tabela 4. **Protocolo de análise**

Aspectos verificados	Testes aplicados
Normalidade univariada e multivariada	Kolmogorov-Smirnov e Qui-Quadrado
Estatísticas descritivas	Cálculos de média, desvio-padrão, valores máximo e mínimo
Correlações entre as variáveis	Matriz de correlações de Spearman * <i>diagnóstico de ausência de normalidade univariada e multivariada</i>
Testagem de hipóteses	Wilcoxon
Dados em Painel	Chow, Hausman e LM de Breusch-Pagan (identificação de <i>pooled</i> , efeitos fixos ou aleatórios)
	Regressão por MQO com efeitos fixos e regressão por GLS com efeitos aleatórios
	Durbin-Watson e Wald (autocorrelação e heterocedasticidade) Teste de Hausman (endogeneidade)

Fonte: Elaborado pelos autores.

4. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Nesta parte da pesquisa é desenvolvida a análise dos dados, iniciando pelo teste de hipóteses, seguido da análise de regressão de dados em painel e o cotejamento dos resultados com os estudos correlatos à pesquisa.

4.1 Teste de hipóteses

Em relação à base de dados preparada para o teste de hipóteses, os diagnósticos de normalidade univariada identificaram que, exceto para a variável Endividamento de Curto Prazo (Endiv. CP), todas as demais não apresentaram distribuições normais. Como já explicado anteriormente, esse é o motivo pelo qual se optou por utilizar o teste não-paramétrico de Wilcoxon, que verifica se a mediana das diferenças entre as amostras é igual a zero (FÁVERO et al., 2009).

Diante disto, a partir desta análise de dados inicial, centrada na comparação entre os valores registrados isoladamente para os indicadores econômico-financeiros no período pré-

IPO e pós-IPO, tem-se que a mediana das diferenças entre as amostras é diferente de zero para as variáveis Margem Líquida (ML), Retorno Sobre o Ativo (ROA), Endividamento de Curto Prazo (Endiv. CP) e Endividamento de Longo Prazo (Endiv. LP), e é igual a zero para as variáveis Receita Líquida (RL) e Giro do Ativo (GA).

Em suma, analisando o efeito isolado de cada indicador, ao se comparar acréscimos e reduções registrados do período t-2 (pré-IPO) ao período t (IPO), e do período t (IPO) ao período t+2 (pós-IPO), os testes de hipóteses permitiram identificar diferenças significativas entre valores dos indicadores de margem líquida, ROA, endividamento de curto prazo e endividamento de longo prazo.

Adicionalmente, observando-se as medianas registradas para cada amostra, foi possível compreender que houve desaceleração em Margem Líquida (acréscimo no período pré-IPO de 0,041 e redução no período pós-IPO de 0,012) e em ROA (acréscimo no período pré-IPO de 0,020 e redução no período pós-IPO de 0,015).

Ainda, registrou-se piora no indicador de endividamento de curto prazo, pois no período pré-IPO (t-2 a t-1) foi constatada redução de 0,056, e no período pós-IPO (t+1 a t+2) uma redução mais tímida, de 0,002; e piora no indicador de longo prazo, em vista de que no período pré-IPO (t-2 a t-1) houve redução de 0,037, e no período pós-IPO (t+1 a t+2) houve acréscimo de 0,052.

4.2 Painel de dados

Ao se analisar previamente a base de dados do painel montado, o teste de normalidade multivariada diagnosticou a não existência de normalidade dos resíduos das distribuições. Mesmo que não tenha sido conferida a normalidade multivariada de resíduos, a aplicação da metodologia paramétrica dos dados em painel leva em conta que tal pressuposto é aliviado pelo número de observações, que é superior a 30 (WOOLDRIDGE, 2016). As tabelas 5 e 6 trazem os resultados para as estatísticas descritivas e as correlações entre as variáveis.

Tabela 5. Estatísticas descritivas

Variável	Média	Desvio-padrão	Valor mínimo	Valor Máximo
Capital social (em mil reais)	922.619,01	1.333.270,08	1.132,00	7.643.000,00
Receita Líquida (em mil reais)	3.393.200,50	9.612.690,13	38.748,00	60.064.000,00
Giro do Ativo	0,70	0,46	0,03	2,13
Margem Líquida	0,18	0,48	-0,34	3,98
ROA	0,51	0,07	-0,15	0,25
Endividamento de Curto Prazo	0,24	0,15	0,04	0,70
Endividamento de Longo Prazo	0,35	0,43	0,02	4,92

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 6. Matriz de correlações de Spearman

Variáveis	CS	RL	GA	ML	ROA	ENDIV CP	ENDIV LP
CS	1,000	,511**	-,544**	-,184	-,470**	-,248	,474**
RL	,511**	1,000	,200	-,632**	-,458**	,512**	,202
GA	-,544**	,200	1,000	-,229	,322*	,624**	-,553**
ML	-,184	-,632**	-,229	1,000	,786**	-,372**	-,248
ROA	-,470**	-,458**	,322*	,786**	1,000	-,011	-,495**
ENDIV CP	-,248	,512**	,624**	-,372**	-,011	1,000	-,184
ENDIV LP	,474**	,202	-,553**	-,248	-,495**	-,184	1,000

Legenda: ** correlação significativa ao nível de confiança de 1%; * corr. significativa ao nível de 5%.

A Tabela 6 evidencia que, em relação à variável capital social, as correlações mais fortes estão acima de 40%, tendo sido estabelecidas entre esta e as variáveis receita líquida (correlação positiva), giro do ativo (correlação negativa), ROA (correlação negativa) e endividamento a longo prazo (correlação positiva). Isto indica previamente que o aumento no capital social é associado com aumento da receita líquida, porém, também se associa com piora nos indicadores de giro do ativo, ROA e endividamento a longo prazo.

Tabela 7. Resultados das estimações para dados em painel

Variáveis	Efeitos Aleatórios (E.P. robustos)	Efeitos Fixos (E.P. robustos)
RL	1,0755***	0,9425***
GA	-1,1703***	-0,8247
ML	0,3133	0,1635
ROA	-0,5778	-0,6057
ENDIV. CP	-5,5538***	-6,9633***
ENDIV. LP	-0,1133	-0,1568
Constante	0,2319	2,1936
R² within	0,5432	0,5522
R² between	0,7382	0,6589
R² overall	0,6661	0,6185
χ^2 de Wald (6)	158,21	-
Prob>χ^2	0,0000	-
Teste F (6,26)	-	8,04
Prob> F	-	0,0001

Legenda: os valores apresentados para as variáveis são os coeficientes obtidos; E.P. é erros-padrão; *** p-valor significativo ao nível de confiança de 1%; ** p-valor significativo ao nível de confiança de 5%. Fonte: Dados da pesquisa.

Na comparação entre as estimações, os testes de Chow, Hausman e LM de Breusch-Pagan permitiram selecionar o recurso dos efeitos aleatórios como o mais apropriado. Neste caso, é indicado que se empregue a estimação dos Mínimos Quadrados Generalizados, ou em inglês *Generalized Least Squares* – GLS (HSIAO, 2014). Mesmo assim, a nível de comparação, a Tabela 7 trouxe os resultados da estimação de efeitos fixos, com Mínimos Quadrados Ordinários, ou em inglês *Ordinary Least Squares* – OLS (HSIAO, 2014). A única diferença entre ambas as estimações foi de que o painel de efeitos fixos não demonstrou significância para a relação entre Capital Social e Giro do Ativo.

Em relação à robustez do modelo, os testes de Durbin-Watson e Wald trouxeram os diagnósticos de presença de autocorrelação e heterocedasticidade, as quais foram tratadas com o emprego de erros-padrão robustos (GUJARATI, 2006). Também foi aplicado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), que atestou a não existência de problemas de multicolinearidade. Aplicou-se um teste adicional de robustez, intitulado Teste de Hausman, para verificar se questões de endogeneidade não estavam comprometendo os resultados obtidos. Com p-valores acima do nível de confiança de 1%, o teste comprovou a não existência de regressores endógenos.

A partir das informações apresentadas na Tabela 7, na coluna da estimação por efeitos aleatórios com erros-padrão robustos, inferiu-se relação significativamente positiva entre a variável dependente Capital Social e a variável explicativa Receita Líquida; e relações significativamente negativas entre Capital Social e as variáveis explicativas Giro do Ativo e Endividamento de Curto Prazo. Portanto, a partir desta estimação, que apresenta o efeito



combinado dos indicadores sobre a *proxy* adotada para abertura de capital, ao invés de tão somente comparar isoladamente o desempenho de cada indicador nos períodos pré e pós-IPO, conclui-se que o aumento no capital social foi acompanhado por aumento na receita líquida, além de reduções nos indicadores de giro do ativo e de endividamento de curto prazo.

Ressalta-se que, enquanto o teste de Wilcoxon não identificou diferenças significativas entre o comportamento da receita líquida antes e após a realização de IPO, a estimação de dados em painel encontrou uma relação positiva, o que corrobora os achados de Kalil e Benedicto (2018), que também estudou IPOs de empresas brasileiras com estimações de dados em painel, e Laokulrach (2019), que abordou aberturas de capital de pequenas e médias empresas da Tailândia, com emprego do teste de Wilcoxon, complementado pela estimação de um modelo *cross-sectional*.

Por conseguinte, a exemplo dos estudos que empregaram modelos econométricos para atestar o aumento da receita líquida após a abertura de capital, a hipótese H_1 não foi rejeitada. Isso se deve à utilização dos recursos obtidos com a venda das ações no aumento de investimentos e ativos, com consequente ampliação na geração de receitas (KALIL; BENEDICTO, 2018).

Já no caso da variável endividamento de curto prazo, os achados do teste de Wilcoxon e da estimação de dados em painel concordaram em haver efeitos significativos, tendo o modelo econométrico indicado melhora no indicador. Esta constatação corrobora parcialmente os achados de Wardil (2009), Bossolani (2009) e Correia (2019) sobre endividamento geral. Todavia, o modelo não diagnosticou achado relevante para o endividamento de longo prazo, enquanto o teste de hipóteses revelou uma significativa piora.

Assim, apenas em termos de dívidas de curto prazo, a hipótese H_2 não foi rejeitada, indo ao encontro das argumentações de Laokulrach (2019), Deeds et al., (1997), Pagano et al., (1996) e Bossolani (2009), de que a abertura de capital traz os benefícios de aumento de confiabilidade e legitimidade no mercado, pois as exigências de aumento dos *disclosures* proporcionam economia nos custos de dívida e maior acesso a fontes de capital próprio.

Contudo, uma ressalva se faz necessária, porque ao se comparar as medianas inseridas no Teste de Wilcoxon, nota-se que, apesar da redução do endividamento de curto prazo no período pós-IPO ($t+1$ a $t+2$), essa redução foi mais tímida em relação à redução também identificada no período pré-IPO ($t-2$ a $t-1$), o que pode ser um indício de escolhas contábeis atreladas a gerenciamento de resultados.

A respeito da 3ª hipótese de pesquisa, apesar do teste de Wilcoxon não capturar o efeito de redução no giro do ativo após a abertura de capital, o efeito foi atestado pelos resultados dos dados em painel. Isto distintamente do estudo de Kalil e Benedicto (2018), que não encontraram qualquer efeito significativo do giro do ativo sobre o crescimento da receita líquida proporcionado pela IPO, ou sobre a própria *proxy* adotada para a IPO; e de Silva et al., (2017), que aplicaram a metodologia de dados em painel para verificar se, no caso das companhias brasileiras, houve relação entre a reação do mercado às aberturas de capital (via retornos anormais) e os valores atribuídos para vários indicadores, não tendo evidenciado relação entre giro do ativo e IPO.

Em relação às demais variáveis que apresentaram piora significativa apenas nos testes de hipóteses, margem líquida e ROA, assim como Kalil e Benedicto (2018), não foi possível identificar o mesmo efeito na testagem do modelo econométrico. Por sua vez, Viana Junior et al., (2020) verificaram piora no ROA e Bossolani (2009) encontrou melhora no ROA.

De maneira geral, tendo-se encontrado piores no desempenho dos demais indicadores econômico-financeiros após a abertura de capital, ou não se constatando melhoras significativas, a hipótese H_3 não foi rejeitada pelos resultados obtidos. A literatura concorda com grande parte destes resultados, demonstrando que o desempenho das empresas cai após a



realização de IPO (MHAGAMA; TOPAK, 2019; ARIK; MUTLU, 2015; ANDERSON et al., 2015; AHMAD-ZALUKI, 2008).

A derrocada no desempenho pode estar atrelada ao gerenciamento de resultados e a problemas de assimetria da informação (AHMAD-ZALUKI, 2008; DEGEORGE; ZECKHAUSER, 1993). A assimetria da informação é um dos problemas que as empresas enfrentam quando fazem a IPO, já que os gestores possuem informações privilegiadas sobre oportunidades de investimento e futuras entradas de caixa que são alheias aos investidores (ROOSENBOOM et al., 2003). Em vista disto, os gestores das firmas gerenciam resultados a fim de melhorar os indicadores no período pré-IPO e atrair investimentos durante a IPO (BRUTON et al., 2010), desempenho este que não se perpetua no período pós-IPO.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo partiu da questão de pesquisa “Em relação às empresas brasileiras que negociam ações na B³, o comportamento dos indicadores de desempenho econômico-financeiro justifica a realização de IPO?”, tendo levantado, por meio de estudos anteriores consultados, três hipóteses teóricas: o aumento das receitas líquidas justifica a realização da IPO (H₁); a redução da alavancagem justifica a realização da IPO (H₂); e com exceção de receitas líquidas e alavancagem, o posterior desempenho dos indicadores de desempenho econômico-financeiro não justifica a realização da IPO (H₃).

Após a aplicação da metodologia, que abrangeu teste de Wilcoxon e dados em painel, H₁ foi aceita com base nos resultados do painel de dados. H₂ foi aceita parcialmente, pois o painel encontrou relação significativamente negativa entre endividamento de curto prazo e capital social, porém não foi encontrada relação significativa entre o endividamento de longo prazo e capital social. Outrossim, o teste de Wilcoxon indicou que, na comparação entre as oscilações do período pré-IPO com as oscilações do período pós-IPO, foram constatadas diferenças significativas para ambas as variáveis de endividamento, mas as medianas das amostras demonstraram tendências de piora nestes indicadores. Como a estimação dos dados em painel é mais robusta que os testes de hipóteses, preferiu-se aceitar H₂ com ressalvas.

No que concerne à H₃, a hipótese foi aceita. Os resultados do teste de Wilcoxon, complementados pela observação das medianas, apontaram para desaceleração de margem líquida e ROA. O painel de dados indicou que os aumentos no capital social foram relacionados com reduções no giro do ativo. Neste sentido, os resultados demonstraram que as empresas analisadas apresentaram uma piora nos indicadores de desempenho pós-IPO, quando comparados com o período pré-IPO. Fato este que demonstra que as empresas gerenciam resultados antes da IPO, no sentido de estar com indicadores atrativos aos olhos dos investidores, posteriormente, as companhias acabam por apresentar piora nos índices.

Já em relação à alavancagem financeira, a redução dos índices de endividamento no curto prazo pode estar atrelada ao uso dos recursos provenientes da IPO para o custeio de atividades operacionais. Isso porque no Brasil é comum a captação de recursos de curto prazo junto a financeiras, utilizados para custear atividades operacionais, o que não é mais necessário quando se obtém fontes de capital de longo prazo, como é o caso das ações. Para mais, o aumento no endividamento de longo prazo evidencia que a empresa possa estar utilizando os benefícios do aumento de *disclosure*, atrelado ao processo de IPO, para ter acesso a taxas mais atrativas e prazos mais longos junto a fornecedores capital de terceiros, empregando o capital obtido em projetos de expansão.

Mas, o que efetivamente deve ser levado em consideração é que no Brasil ainda existem poucas IPOs, devido às características específicas do mercado financeiro de um país em desenvolvimento, em que a população tem tradição de investimentos em renda fixa (VALOR-



INVEST, 2021). As empresas normalmente buscam por capital de terceiros junto a instituições financeiras, mesmo que com taxas pouco atrativas, ao invés de abrirem seu capital para negociação em mercado financeiro. Situação essa ratificada pelo Banco Central (2021) e pela CVM (2021), que constataram que os montantes captados das IPOs são inferiores aos obtidos junto às operações de crédito.

Por fim, apresenta-se como limitação a quantidade empresas analisadas e como indicação para futuros estudos, tem-se a expansão desta análise para mais indicadores de desempenho econômico-financeiro, ou ainda para IPOs ocorridos em bolsas de valores presentes em outros países.

REFERÊNCIAS

AHMAD-ZALUKI, N. A. Post-IPO operating performance and earnings management. **International Business Research**, 1(2), 39-48, 2008. Recuperado de: <https://doi.org/10.5539/ibr.v1n2p39>. Acesso em: 31 de mar. de 2021.

ANDERSON, H., CHI, J., WANG, Q. IPO performance on China's newest stock market (ChiNext). **Chinese Economy**, 48(2), 87-113, 2015. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/10971475.2015.993215> . Acesso em: 13 de jul. de 2021.

ARIK, E., MUTLU, E. Post-Initial Public Offering Operating Performance and Its Determinants: Initial Public Offering Characteristics and Corporate Governance Practices. **Emerging Markets Finance and Trade**, 51(sup2), S62-S83, 2015. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2014.998943>. Acesso em: 31 de mar. de 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas monetárias e de crédito**. 2021. Recuperado de: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicoestatisticas>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

BALL, R., SHIVAKUMAR, L. Earnings quality at initial public offerings. **Journal of Accounting and Economics**, 45(2-3), 324-349, 2008. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.12.001>. Acesso em: 31 de mar. de 2021.

BOMFIM, L. P. M., SANTOS, C. M., PIMENTA JÚNIOR, T. Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. **Revista de Administração-RAUSP**, 42(4), 2007. p.524-534. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/pdf/2234/223417523011.pdf>. Acesso em: 31 de mar. de 2021.

BOSSOLANI, T. **IPO e o desempenho das empresas** (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil, 2009. Recuperado de: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2647/Tharso%20Bossolani.pdf?sequence=3&isAllowed=y>. Acesso em: 31 de mar. de 2021.

BRUTON, G. D., FILATOTCHEV, I., CHAHINE, S., WRIGHT, M. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. **Strategic Management Journal**, 31(5), p.491-509, 2010. Recuperado de: <https://doi.org/10.1002/smj.822>. Acesso em: 31 de mar. de 2021.

CAO, T. R., MONTEZANO, R. M. D. S. Initial Public Offering and Performance of Brazilian Firms. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, 6(2), 160-178, 2016. Recuperado de:



<http://atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/RGFC/article/view/160-178/0>. Acesso em: 31 de mar. de 2021.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofertas Primárias e Secundárias registradas na CVM em 2020**. 2020. Recuperado de <http://sistemas.cvm.gov.br/?ofertasdist>. Acesso em: 08 set. de 2020.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofertas públicas**. 2021. Recuperado de <http://sistemas.cvm.gov.br/?ofertasdist>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

COOPER, D. R., SCHINDLER P. S. **Métodos de pesquisas em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORREIA, F. B.C. **Relação entre transações com partes relacionadas e o desempenho das empresas antes, durante e após O IPO** (Dissertação de Mestrado). Fucape Pesquisa e Ensino, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2019. Recuperado de: http://legado.fucape.br/public/producao_cientifica/18/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Fl%C3%A1via%20Bastos%20de%20Castro%20Correia.pdf. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

COSTA, L. M., BORÇA JUNIOR, G. R. **Financiamento amplo às empresas: Crédito bancário, mercado de capitais e setor externo**. (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Working Paper n. 137). 2019. Recuperado de <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/17100>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

DEEDS, D. L., DECAROLIS, D., COOMBS, J. E. The impact of firm specific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering: Evidence from the biotechnology industry. **Journal of Business venturing**, 12(1), 31-46, 1997. Recuperado de [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(97\)84970-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(97)84970-1). Acesso em: 30 de mar. de 2021.

DEGEORGE, F., ZECKHAUSER, R. The reverse LBO decision and firm performance: Theory and evidence. **The Journal of Finance**, 48(4), 1323-1348, 1993. Recuperado de <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04756.x>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

DELOITTE. **Custos para abertura de capital no Brasil: Uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2017**. 2017. Recuperado de: <http://www.custosipobrasil.deloitte.com.br/>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, 32(1-3), 181-235, 2001. Recuperado de [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6). Acesso em: 30 de mar. de 2021.

ELLER, E. P. **Análise do desempenho de longo prazo dos IPOs de empresas com participação prévia de fundos de private equity e venture capital de 2004 a 2011 na BM&FBovespa** (Dissertação de Mestrado). Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil. 2012. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/2735/273523604007.pdf>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

FÁVERO, L. P., BELFIORE, P., SILVA, F. D., CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

GIUDICI, G., BONAVENTURA, M. The impact of M&A strategies on the operating performance and investments of European IPO firms. **Journal of Economics and Business**, 95, 59-74, 2018. Recuperado de: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.06.005>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HSIAO, C. **Analysis of panel data**. Cambridge University Press, 2014.

JUNIOR, D. B. C. V., DE MORAIS, C. R. F., DE LUCA, M. M. M., & DE VASCONCELOS, A. C. Ownership concentration and corporate performance of Brazilian firms before and after initial public offerings. **Journal of Accounting, Management and Governance**, 23(1), 19-37, 2020. Recuperado em http://dx.doi.org/10.51341/1984-3925_2020v23n1a2. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

KALIL, J. P. A., BENEDICTO, G. C. Impactos da oferta pública inicial de ações no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras na B3. **Race: revista de administração, contabilidade e economia**, 17(1), 197-224, 2018. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6558352>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

KOVACH, J. J., HORA, M., MANIKAS, A., PATEL, P. C. Firm performance in dynamic environments: The role of operational slack and operational scope. **Journal of Operations Management**, 37, 1-12, 2012. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.jom.2015.04.002>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

KÜHL, M. R., CHEROBIM, A. P. M. S., SANTOS, A. R. Contabilidade Gerencial e Mercado de Capitais: o preço das ações em mercado é mais bem explicado por indicadores internos da empresa ou por indicadores externos? **Revista Capital Científico-Eletrônica (RCCe)**, 6(1), 145-164, 2008. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.jom.2015.04.002>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

LAOKULRACH, M. Operating performance of SMEs in Thailand after going public. **Management & Marketing. Challenges for the Knowledge Society**, 14(1), 1-13, 2019. Recuperado de <https://www.proquest.com/docview/2211592835/abstract/4CD6F08486004B38PQ/1?accountid=26636>. Acesso em: 13 de jul. de 2021.

MARTINS, G. A., THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MHAGAMA, F. L., TOPAK, M. S. The relationship between Initial Public Offering and firm performance: A research on Borsa Istanbul (BIST). **İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 6, 82-93, 2019. Recuperado de <https://doi.org/10.17336/igusbd.616838>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.



MICHEL, A., ODED, J., SHAKED, I. Institutional investors and firm performance: Evidence from IPOs. **The North American Journal of Economics and Finance**, 51, 101099, 2020. Recuperado de http://www.israeli-corporate-governance.org/files/content/banner/Jacob_Oded_2020_final.pdf. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

OPLER, T. C., TITMAN, S. Financial distress and corporate performance. **The Journal of finance**, 49(3), 1015-1040, 1994. Recuperado de <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00086.x>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

PAGANO, M., PANETTA, F., ZINGALES, L. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. **Centre for Economic Policy Research**. 1996. Recuperado de https://www.underpricing.de/files/Pagano_Why-Companiesc.pdf. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

RAUPP, F. M., BEUREN, I. M. **Metodologia da pesquisa aplicável às ciências**. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. São Paulo: Atlas, p. 76-97, 2006.

ROCCA, C. A. **Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais**. 2018. Recuperado de <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15840>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

ROOSENBOOM, P., VAN DER GOOT, T., MERTENS, G. Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands. **The International Journal of Accounting**, 38(3), 243-266, 2003. Recuperado de [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(03\)00048-7](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(03)00048-7). Acesso em: 30 de mar. de 2021.

SILVA, L. F., LUCENA, W. G. L., PAULO, E. Uma análise do desempenho econômico e financeiro das IPOs no Brasil. **Revista Capital Científico-Eletrônica (RCCe) -ISSN 2177-4153**, 15(1), 9-22., 2017. Recuperado de <HTTPS://REVISTAS.UNICENTRO.BR/INDEX.PHP/CAPITALCIENTIFICO/ARTICLE/VIEW/4254> . Acesso em: 30 de mar. de 2021.

SOLEHAH, G. S. **Family companies and post-IPO performance: Evidence in Malaysia** (Tese de Doutorado). Universiti Utara Malaysia, Kedah, Malásia, 2013. Recuperado de <https://etd.uum.edu.my/id/eprint/5093>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

STEFFEN, H. C., ZANINI, F. A. M. Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, 23(59), 102-115, 2012. doi.org/10.1590/S1519-70772012000200003. Recuperado de https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1519-70772012000200003&script=sci_arttext. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

VALOR INVEST. **Renda fixa domina preferência dos investidores em fevereiro; veja ranking**. 2021. Recuperado em <https://valorinveste.globo.com/objetivo/hora-de-investir/noticia/2021/03/03/renda-fixa-domina-preferencia-dos-investidores-em-fevereiro-veja-ranking.ghtml>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

VERRECCHIA, R. E. Information quality and discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, 12(4), 365-380, 1990. Recuperado em [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90021-U](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90021-U). Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/016541019090021U>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.

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** (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2009.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory econometrics: A modern approach**. Cengage Learning, 2016.

ZILIO, A. **Decisão das empresas de realizar um IPO e implicações sobre desempenho: uma análise da experiência brasileira** (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2012. Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12138/tde-18022013-170252/en.php>. Acesso em: 30 de mar. de 2021.