

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

CYRO DE SOUZA CARVALHO

**PERFORMANCE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS QUE FIZERAM IPO EM 2020
NA BOLSA DE VALORES DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19**

**Rio de Janeiro
2022**

CYRO DE SOUZA CARVALHO

**PERFORMANCE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS QUE FIZERAM IPO EM 2020
NA BOLSA DE VALORES DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19**

Trabalho de Conclusão de Curso requisitado como exigência obrigatória para a obtenção de título de bacharel em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Orientador: Prof. José Augusto Marques

**Rio de Janeiro
2022**

CYRO DE SOUZA CARVALHO

**PERFORMANCE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS QUE FIZERAM IPO EM 2020
NA BOLSA DE VALORES DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

Prof. Dr. José Augusto Marques
Doutorado em Administração EAESP/FGV
Orientador

Prof. Francisco Raeder
Mestre em Economia IE/UFRJ
Avaliador

Prof. Anderson Monteiro de Andrade
Mestre em Ciências Contábeis PPGCC/ UFRJ
Avaliador

Rio de Janeiro

2022

RESUMO

Carvalho, Cyro de Souza. Performance das Empresas que fizeram IPO em 2020 na Bolsa de Valores durante a Pandemia, Rio de Janeiro, 2022. Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022

Este trabalho tem como objetivo analisar quais foram as performances obtidas econômico e financeiramente pelas empresas que abriram capital na bolsa de valores brasileira em 2020 durante a pandemia de COVID-19, a partir da análise de seus índices de rentabilidade e indicadores financeiros. Para atender ao propósito da pesquisa foram analisados os indicadores econômico-financeiros de liquidez, endividamento, ROA e ROE e sua relação com a abertura de capital através de um modelo de regressão logística. A amostra final da pesquisa foi composta de 21 empresas, com dados anuais de 2017 a 2021, constituindo um tamanho final de observações de 105. Na média, percebeu-se que, após o IPO, a liquidez das empresas aumentou de 1,926 para 3,656, e o ROA foi de -0,005 para 0,094. Quanto ao endividamento, houve uma redução na média de 3,661 para 1,657, assim como o ROE que também sofreu redução, na média, após o IPO de 0,086 para 0,055. Dos resultados obtidos foi possível concluir-se a partir de indícios estatísticos significantes que a abertura de capital teve impacto positivo no Grau de Endividamento e Liquidez corrente das empresas. Dado o cenário de crise econômica decorrente da pandemia, constata-se que o IPO serviu como uma importante alternativa para a capitalização destas empresas, aumentando sua liquidez para honrarem com as suas obrigações financeiras de curto prazo e para a diminuição de seus passivos.

Palavras-chave: performance, indicadores econômico-financeiros, ações, bolsa de valores, pandemia, IPO, abertura de capital

ABSTRACT

This study aims to analyze the economic and financial performances obtained by companies that went public on the Brazilian stock exchange in 2020 during the COVID-19 pandemic, based on the analysis of their profitability indexes and financial indicators. To meet the purpose of the research, the economic-financial indicators of liquidity, indebtedness, ROA and ROE and their relationship with IPO were analyzed through a logistic regression model. The final sample of the research was composed of 21 companies, with annual data from 2017 to 2021, constituting a final size of 105 observations. On average, it was noticed that, after the IPO, the liquidity of companies increased from 1,926 to 3,656, and the ROA went from -0.005 to 0.094. As for indebtedness, there was an average reduction from 3.661 to 1.657, as well as ROE, which also decreased, on average, after the IPO from 0.086 to 0.055. From the results obtained, it was possible to conclude from significant statistical evidence that the IPO had a positive impact on the level of indebtedness and current liquidity of the companies. Given the economic crisis scenario resulting from the pandemic, it appears that the IPO served as an important alternative for the capitalization of these companies, increasing their liquidity to honor their short-term financial obligations and to reduce their liabilities.

Keywords: performance, economic-financial indicators, stocks, stock exchange, pandemic, IPO

LISTA DE QUADROS

| | |
|---|----|
| Quadro 1 - Vantagens e Desvantagens do IPO | 24 |
| Quadro 2 - Autores e Indicadores Utilizados em suas pesquisas | 25 |
| Quadro 3 - Empresas que realizaram uma oferta inicial de ações ordinárias e/ou preferenciais em 2020 durante a pandemia e suas datas de IPO | 22 |
| Quadro 4 - Indicadores econômico-financeiros adotados | 22 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 – Estatísticas Descritivas | 26 |
| Tabela 2 – Resultados Econométricos | 27 |

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| 1 INTRODUÇÃO..... | 9 |
| 2 REFERENCIAL TEÓRICO..... | 12 |
| 2.1 Fatores Motivadores Para a Realização da Abertura de Capital..... | 12 |
| Quadro 1 – Vantagens e Desvantagens do IPO..... | 13 |
| 2.2 Aspectos Legais e Normativos de uma Oferta Pública Inicial de Ações..... | 14 |
| 2.3 Estudos Relacionados À Performance Pós-IPO | 17 |
| Quadro 2 - Autores e Indicadores Utilizados em suas pesquisas..... | 19 |
| 3 METODOLOGIA..... | 22 |
| 3.1 Universo E Amostra..... | 22 |
| Quadro 3 - Empresas que realizaram uma oferta inicial de ações ordinárias e/ou preferenciais em 2020 durante a pandemia e suas datas de IPO..... | 23 |
| 3.2 Coleta E Tratamento De Dados | 24 |
| 3.3 Indicadores E Variáveis Observadas | 24 |
| 3.4. Base De Dados E Descrição Das Variáveis | 27 |
| Tabela 1 – Estatísticas Descritivas | 27 |
| 3.5 Modelo Econométrico..... | 28 |
| 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS | 30 |
| Tabela 2 – Resultados Econométricos | 30 |
| 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS | 32 |
| REFERÊNCIAS | 34 |

1 INTRODUÇÃO

A composição do capital é um dos aspectos mais importantes durante a gestão financeira de uma organização. A estrutura de financiamento, com definição do volume de capital próprio e de terceiros na empresa deve ser analisada e tratada com cuidado pelos gestores, uma vez que este é o recurso necessário obtido para o funcionamento do negócio e investimento em ativos para o crescimento da companhia. Uma gestão descuidada pode levar a empresa a sérios problemas de endividamento e rentabilidade.

Hoje em dia, no mercado as empresas se utilizam das mais diversas estratégias em busca de crescimento e desenvolvimento. Existem estratégias desde crescimento orgânico, por meio da elevação das vendas, aumento de participação de mercado, de clientes, desenvolvimento de novos produtos e marcas ou frentes de negócio; até estratégias de crescimento por aquisições através de fusões e aquisições de startups, marcas, produtos e concorrentes. Porém para a implantação destas estratégias e alcance de seus objetivos, todas necessitam de algo em comum: capital.

Segundo Assaf Neto (2005), uma empresa possui três maneiras de levantar capital: adquirindo capital de terceiros por meio de empréstimos e financiamentos; fazendo aportes de capital através dos sócios atuais; ou abrindo 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 *Initial Public Offering* (IPO).

A decisão sobre a fonte de capital por parte da empresa advém de diversas variáveis, como taxa de juros, situação macroeconômica, montante a ser captado e retorno financeiro esperado de projetos. Para Barbosa (2014) a decisão de abertura de capital envolve tanto a consideração de aspectos técnicos do mercado, como existência de projetos em vista e perspectivas favoráveis do ambiente econômico, quanto aspectos subjetivos dos proprietários da entidade, como sua disponibilidade de assumir riscos, seu conforto com a nova realidade imposta pela abertura, entre outros fatores.

Segundo Celikyurt (2010) existem diversas vantagens que motivam a abertura de capital das empresas: aporte inicial de capital para obtenção de liquidez e diversificação da dívida, viabilidade para investidores de menor porte participarem do capital da empresa, acesso à uma nova fonte para captação de recursos (por exemplo, debêntures e bônus de subscrição), maior poder de barganha junto aos bancos, possibilidade de diversificação de risco e liquidez dos donos, melhor *valuation* pelo mercado (o que facilita negócios de venda

e/ou aquisições para a empresa), enquadramento à regulamentação de órgãos reguladores e maior transparência.

Em 11 de Março de 2020 a Organização Mundial da Saúde (OMS) decretou a pandemia mundial de coronavírus (COVID-19) fato este que acarretou em fortes impactos econômicos e financeiros para diferentes organizações ao redor do mundo e o surgimento de novos desafios e incertezas nos mais diversos aspectos. Segundo a Comexstat (2020), de fevereiro a março de 2020 foram percebidos os primeiros choques de oferta e demanda junto a economia brasileira, percepção que se deu por conta de seus principais parceiros comerciais sofrerem com desaceleração econômica, tais como a China (epicentro do aparecimento da doença) e a Europa. A pandemia provocou em todo o mundo a adoção de medidas de isolamento social, fazendo com que a economia diminuísse drasticamente seu ritmo. Desde o início da pandemia e, principalmente, do isolamento social, uma das principais pautas governamentais nos países passou a ser como solucionar, ou ao menos frear, a crise econômica causada pela COVID-19. (BOSQUEROLLI et al., 2020)

No Brasil, segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2020), a pandemia provocou o fechamento de 522,7 mil empresas de um total de 1,3 milhão que encerraram suas atividades temporariamente ou definitivamente na primeira quinzena de julho de 2020. A partir desse cenário, para algumas organizações a capitalização surgiu como oportunidade, devido à queda histórica da taxa básica de juros e o número recorde de investidores na bolsa de valores brasileira (B3), que tornaram o mercado acionário mais atraente. Tendo isto em vista, a B3 no ano de 2020 registrou seu maior número de IPOs (ofertas iniciais de ações) desde 2007. (FIGO, 2020)

O objetivo deste estudo consiste em investigar quais foram as performances obtidas econômico e financeiramente pelas empresas que abriram capital na bolsa de valores brasileira em 2020, a partir da análise de seus índices de rentabilidade e indicadores financeiros.

Essa pesquisa se torna oportuna pela análise de estratégias de negócio, em momento de crise, num contexto no qual a principal preocupação inicial junto ao mercado era a contínua busca por inovação tecnológica, globalização econômica e redução de custos e, desde março de 2020, com as restrições à circulação humana, mudou para a minimização dos impactos nas redes de distribuição logísticas e fechamento de indústrias e meios tradicionais de comércio.

A crise COVID-19 foi um acontecimento não previsto ou mensurado anteriormente, que exigiu das organizações flexibilidades e estratégias ágeis, as quais buscaram minimizar aqueles impactos.

Desta forma, a realização de Oferta Pública Inicial de Ações se tornou uma das mais importantes decisões de financiamento das empresas, afetando além de sua estrutura de capital, seu direcionamento mercadológico, econômico-financeiro e futuro da organização em tempos de crise econômica.

Segundo André Zilio (2012), o desempenho operacional das empresas tende a piorar após o IPO. Com base nos resultados de seu estudo, as empresas pré-IPO eram menores, mais endividadas e apresentavam um crescimento rápido, maior rentabilidade e taxas mais elevadas de investimento, e se aproveitavam de circunstâncias favoráveis no mercado de ações (como um período de preços elevados de ações de empresas operando nos setores correspondentes) para financiarem sua atividade operacional abrindo capital. Nesta pesquisa se encontrou evidências robustas de que os investimentos realizados pelas empresas que abriram capital no período de análise são maiores aos das que permaneceram com o capital fechado. Porém, quanto ao desempenho obtido (rentabilidade, eficiência e endividamento), não se apresentaram diferenças significativas. Estas evidências somadas a observação de uma grande relação entre valor de mercado e valor contábil das empresas já listadas do mesmo setor de atividade no momento do IPO, pode indicar que a abertura de capital se associa às exigências de funding para investimentos futuros segundo o autor.

Este estudo está dividido em cinco seções. Após esta introdução, a próxima seção exibe a revisão da literatura pertinente, trazendo o referencial teórico que embasa a análise, que será levada a efeito através da metodologia exposta na terceira seção. Os dados obtidos serão levantados e analisados, para então na quarta seção os principais resultados serem discutidos. Por fim, a conclusão e recomendações para pesquisas futuras serão reveladas na última seção.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção é dividida em três partes. Na primeira subseção são mostrados alguns fatores motivadores para a realização da abertura de capital e seu impacto esperado na estrutura financeira e organizacional, além dos efeitos almejados nos indicadores de desempenho da empresa. Na segunda subseção buscou-se apresentar os Aspectos Legais e/ou Normativos acerca do processo de abertura de capital na bolsa de valores de uma companhia antes fechada (IPO). Por fim, na terceira e última subseção, foram apresentadas pesquisas recentes acerca do tema de pesquisa deste trabalho.

2.1 Fatores Motivadores Para A Realização Da Abertura De Capital

Existem diversas vantagens e limitações para a empresa abrir seu capital no mercado. Para Pinheiro (2009) e Fortuna (2008) a empresa que pretende se tornar de capital aberto e possuir ações negociadas na Bolsa de Valores realiza um procedimento no mercado financeiro denominado IPO, no qual encarrega uma instituição financeira para a coordenação e colocação de suas ações no mercado aos investidores, atribuindo aos mercados públicos à função de negociação.

Fanchin (2010) relata que uma empresa opta por abrir seu capital por duas razões: realização de planos de crescimento e provimento de liquidez para os sócios. Para Cavalcante, Misumi e Rudge (2009) a abertura de capital de uma empresa se consolida a partir do momento em que se lança um IPO de suas ações, ou seja, tornando-as disponíveis para negociação e oferecendo ao mercado a possibilidade de investidores comprarem pequenas partes dela e participarem do seu lucro quando ele for distribuído, fazendo com que uma companhia deixe de ser privada e torne-se propriedade de um conjunto de investidores, convertendo-se numa Sociedade por ações de capital aberto.

Conforme Rezende (2019), “a meta principal do IPO é conseguir extrair recursos para realizar investimentos, que desenvolvam o negócio cada vez mais, sendo necessário observar as vantagens e as desvantagens desse procedimento, além de suas exigências obrigatórias, a estrutura do processo, custo etc”.

Em complemento, Pagano et al (1998) destaca alguns fatos sobre a abertura de capital de uma empresa, como os custos administrativos e taxas gerados ao emissor com a realização do processo de IPO, a perda de confidencialidade, uma vez que necessitam disponibilizar suas

informações mais detalhadas para monitoramento não só do mercado, mas, também, dos agentes fiscalizadores, tais como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Porém, apesar destas desvantagens, alguns dos benefícios seriam a superação às restrições de crédito, maior poder de barganha junto aos bancos para captação de empréstimos bancários mais baratos, em razão da menor dependência desta fonte de recursos, e liquidez e diversificação de portfólio de passivos.

“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; KALIL, 2018).

De acordo com Chemmanur e Fulghieri (1999), empresas que efetuaram IPO possuem diferenças essenciais na comparação às que permanecem fechadas. Um grande investidor ou conglomerado econômico possui um poder de barganha menor contra uma empresa que realizou IPO do que contra uma empresa fechada, principalmente devido às suas participações acionárias mais diluídas e maior número de investidores, os quais também têm de ser convencidos pela oferta de que será um bom negócio para a empresa. Além disso a companhia aberta tem seu valor de mercado atualizado diariamente e seus resultados e todas as informações societárias publicamente disponibilizadas para todo o mercado financeiro e potenciais investidores externos, que podem ser utilizados a qualquer momento para a avaliação e tomada de decisão do investidor ou não na referida companhia, assim como para a precificação e avaliação de uma oferta de aquisição acionária ou fusão.

Quadro 1 – Vantagens e Desvantagens do IPO

| | |
|---------------------|---|
| Vantagens | · Ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento. |
| | · Maior flexibilidade estratégica – Liquidez Patrimonial: |
| | · Imagem Institucional – Maior exposição ao Mercado |
| | · Simplificação de Reestruturações Societárias - partilhas de heranças, processos sucessórios e estratégia empresarial |
| Desvantagens | · Profissionalização da Gestão e Administração - eleição de Conselheiros Representantes e de Diretor das Relações com os Investidores. |
| | · Custos advindos da remuneração aos acionistas (proventos); |
| | · Custos do processo de abertura |
| | · Contratação de empresa especializada em emissão de ações escriturais, custódia de debêntures, serviços de planejamento e de corretagem, e underwriting; |

| | |
|--|---|
| | <ul style="list-style-type: none"> · Custos das taxas da CVM e das Bolsas de Valores; · Contratação de serviços de auditores independentes mais abrangentes que aqueles exigidos para as demais companhias; · Burocratização e custos da implantação de um novo sistema de informações para o controle da propriedade da empresa e divulgação de informação sistemática ao mercado sobre as atividades da empresa. |
|--|---|

Fonte: Elaborado pelo autor com base no Documento “ABERTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS” da CVM (2022)

2.2 Aspectos Legais E Normativos De Uma Oferta Pública Inicial De Ações

Companhia aberta, segundo a legislação, é aquela que pode ter seus valores mobiliários (ações, debêntures, notas promissórias, etc) negociados de forma pública na Bolsa de Valores. Ou seja, apenas empresas que abriam seu capital podem ter seus valores mobiliários negociados publicamente. (RASSIER, 2009)

A empresa que deseja tornar-se pública deve fazer apresentações a potenciais investidores (“road show”), receber pedidos de reserva pelos investidores, publicar anúncio de início de distribuição e colocar os títulos junto aos investidores. Ademais, de acordo com o Art, 4º da Lei n. 6404 (conhecida como Lei das S/A), de 15/12/1976, para a abertura de capital, a empresa deve estar constituída na forma jurídica de uma sociedade anônima e solicitar o Registro de Companhia na CVM (para distribuição pública de valores mobiliários) e o Registro de Companhia Aberta (para negociação em Bolsas de Valores e Mercados de Balcão Organizado). (BRASIL, 1976)

Ainda quanto à Lei das S/A, estão previstas na mesma, as instruções expedidas pela CVM para regulamentar matérias do mercado de capitais, as quais visam deixar os processos referentes ao mercado de capitais mais simples e transparentes. Em matéria de IPO, existem duas instruções normativas emitidas pela CVM que definem os procedimentos a se cumprir em uma oferta pública inicial ou follow on restrito, as Instruções CVM 400 e 476. As principais diferenças entre as mesmas são que a empresa que opta pela oferta da CVM 476 não é obrigada a fazer o registro e análise na CVM, e elaborar um prospecto com as informações referentes à oferta, visando simplificar o processo e reduzir os custos envolvidos. No entanto, cabe ressaltar que tal oferta estará limitada para o público-alvo de investidores profissionais, visto que estes teriam maior conhecimento e experiência no mercado para tomar decisões com segurança diante das características desse tipo de investimento. Além disso, a abertura de capital também fica limitada à 75 interessados, dos quais apenas 50 investidores poderão fazer o investimento. Em contraste, seguindo pela oferta pública padrão da Instrução

CVM 400, não há restrições de público-alvo e o número de investidores é ilimitado, porém é necessário fazer o registro na CVM, que analisará a viabilidade da oferta pública, podendo aceitá-la ou não, e elaborar um prospecto. CVM (2022)

Para a empresa obter financiamento através da abertura de capitais deve-se procurar um intermediário financeiro, se registrar na CVM e cumprir uma série de exigências. A companhia precisará fornecer todas as informações econômico-financeiras, administrativas e operacionais para o intermediário responsável pelo lançamento, para que este elabore o prospecto de lançamento, o qual será submetido à aprovação da CVM. Para a abertura plena de capital de empresas é obrigatório o uso de um intermediador financeiro autorizado a atuar na distribuição de valores mobiliários. Empresa alguma pode vender diretamente ações no mercado quando a emissão for pública sem a coordenação de uma instituição credenciada para tal fim. (ZAMBON, 2006)

Esses intermediadores, líderes da distribuição, são comumente corretoras de valores, bancos de investimento que coordenarão toda a operação da oferta. Entre suas atividades destacam-se a definição junto à companhia das características do IPO, como volume de recursos a ser captado; composição entre oferta primária e secundária; determinação do período adequado (timing) da oferta; *valuation* e definição da faixa de preço; marketing da oferta; acesso aos investidores; plano de distribuição da emissão; e precificação e alocação da oferta. O intermediador é muito importante na abertura de capital, pois é ele que define as características de oferta, avalia a empresa e estima o preço considerado atrativo para os investidores adquirirem as ações da empresa. (B3, 2022)

Durante o processo de registro um prospecto preliminar pode circular entre os Intermediários Financeiros, o qual contém todas as informações necessárias para fins de registro da emissão. Consiste num documento básico que revela informações sobre a emissão e a companhia. Ao final do processo de abertura, o prospecto preliminar é substituído pelo definitivo e precisa estar à disposição dos potenciais investidores. Segundo a CVM (2022) este prospecto faz uma análise das condições da empresa e do mercado de capitais, visando definir a melhor forma de operação; o volume dos recursos; o público-alvo; a forma da distribuição; se existirem, quais serão as garantias de alocação oferecidas aos investidores; a remuneração atribuída aos títulos; plano de repactuação ou de conversão em ações (no caso de debêntures); o tipo e o preço do título e os custos de todo o processo e sua análise de viabilidade. (HAYNE, 2012)

No que diz respeito à ao tipo de garantia de alocação, o lançamento público pode ser de três tipos: *underwriting* firme (no qual a instituição financeira garante alocação de todos os

títulos); melhor esforço (a instituição se compromete em fazer o melhor esforço); ou uma combinação dos dois, como residual ou stand-by underwriting. (HAYNE, 2012 apud CVM, PUBLICAÇÃO 200, 2009).

Deve-se ainda seguir algumas medidas de caráter obrigatório para a abertura de capital de uma sociedade por ações, como a criação de um conselho de administração, que será responsável pela eleição dos diretores, fixação das políticas da empresa e supervisão geral dos trabalhos, e ainda a eleição de um Diretor de Relações com Investidores Estatutário, que será a pessoa autorizada a falar em nome da empresa perante o Mercado de Valores Mobiliários. Uma companhia, só é então, considerada aberta quando os futuros valores mobiliários de sua emissão são admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão (CASAGRANDE, 2000). A B3 exige ainda a identificação do eventual segmento de listagem desejado, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, com diferentes regras de governança corporativa para cada, que vão além das exigidas perante Lei das S/A. (B3, 2022)

Em síntese, segundo o Art 4º da Lei das S/A, as companhias podem ser abertas ou fechadas conforme seus valores mobiliários emitidos estejam sendo negociados ou não em bolsa ou no mercado de balcão. (BRASIL, 1976)

Enquanto as companhias Fechadas obtêm recursos apenas dos próprios acionistas (sem considerar outras fontes de financiamento), as companhias abertas podem captar recursos junto à investidores externos, com fiscalização pela CVM para ter seus títulos permitidos a serem negociados no Mercado Mobiliário. Além disso, toda distribuição pública de ações precisa ser registrada na CVM. Esses títulos são na maior parte das vezes escriturais e a sua custódia é feita pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia - CBLC. (HAYNE, 2012)

Por fim, é requerido três anos de demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM. Como as empresas limitadas não têm necessidade de auditar suas demonstrações financeiras, quando estas decidem abrir seu capital, além de terem de cumprir uma série de requisitos legais e regulatórios para tornar-se juridicamente constituídas como uma “S/A”, é feito o enquadramento das práticas contábeis e a implantação de diversos controles internos, bem como a avaliação se as informações financeiras apresentadas no documento da oferta estão corretas e consistentes de acordo com a lei das sociedades por ações. Já no caso de empresas de capital fechado, a preparação das auditorias é mais fácil, pois apesar de não obrigatória a auditoria, a grande maioria das empresas já prepara suas demonstrações financeiras de acordo com a legislação societária. (B3, 2022)

2.3 Estudos Relacionados À Performance Pós-IPO

Existem diversos estudos recentes que abordaram a temática do IPO, os quais nem sempre obtiveram resultados coincidentes. Almeida (2009) analisou o comportamento das aberturas de capital ocorridas no mercado brasileiro no período de 2005 a 2007, comparando seu retorno obtido no primeiro dia de negociação com o retorno do Ibovespa e CDI no mesmo período. Seu estudo encontrou que os IPO's brasileiros realizados apresentaram um retorno médio de 12,34% no primeiro dia de negociação, concluindo-se que existem evidências para a hipótese de underpricing nas emissões analisadas, sendo que 83% das ações apresentaram volatilidade superior à do Ibovespa. Isso condiz com os retornos elevados dos IPO's, visto que seria uma recompensa ao risco aceito pelo investidor. No longo prazo, porém, as ações revelaram baixa performance, indicando que os emissores tendem a aproveitar os períodos de grande volume de emissões, quando as ações estão sobrevalorizadas.

A fim de analisar os bancos brasileiros que realizaram o IPO entre os anos de 2005 a 2007, Oliveira e Schiozer (2009) constataram que essas instituições bancárias apresentaram características diferentes de bancos de mesmo porte e tipo de atuação que permaneceram com capital fechado, uma vez que exibiram maior rentabilidade, maior parcela de seus ativos aplicados em operações de crédito, menor proporção de créditos não-performados e mais restrição de capital. Quanto aos efeitos do IPO no desempenho operacional desses bancos, obteve-se evidências que sugerem um aumento na proporção de créditos-ativos, associados a um aumento na proporção de créditos de pior qualidade, mesmo com a restrição imposta pela escassez de crédito ocorrida no período. Por fim, os autores também notaram melhorias na eficiência administrativa dos bancos que abriram capital, indicando economias de escala.

Já Zílio (2012) em seu estudo, através da metodologia propensity score matching, buscou comparar o desempenho operacional ex-post das empresas que realizaram abertura de capital com o das que se mantiveram fechadas no mercado financeiro brasileiro, no período de 2002 a 2010. O autor encontrou evidências de que as empresas que realizaram IPO, possuíam maiores taxas de investimentos, porém quanto às demais variáveis, como rentabilidade, eficiência e endividamento, não se apresentaram diferenças significativas, indicando-se então que a abertura de capital se associa às exigências de funding para investimentos futuros da organização.

Cazarotto e Trentin (2012) discorreram sobre o desempenho econômico e financeiro após o IPO das empresas Arezzo Indústria e Comércio S/A e JBS S/A, Por meio de análises e comparativos anuais e trimestrais de indicadores financeiros de desempenho de ambas as companhias. Os autores constataram uma melhora no período compreendido de julho a

novembro de 2011 da firma Arezzo S/A, devido a sua forte expansão do negócio com a abertura de novas lojas, e da companhia JBS S/A que se manteve estável apesar do ambiente desfavorável e de crise. Revelaram ainda que houve um crescimento no índice de liquidez superior a 50% e, juntamente, os índices de endividamento apresentaram resultados bastante favoráveis.

De forma semelhante, HAYNE (2012) em seu estudo quanto ao caso da abertura de capital da Natura S/A fez uma comparação dos indicadores contábeis da empresa no seu ano de IPO (2004) com os anos compreendidos entre 2003 e 2007. A partir deste estudo o autor pode concluir que a companhia mostrou uma grande melhora na saúde financeira após a abertura de capital, visto que obteve melhorias na sua liquidez de curto e longo prazo e nos seus indicadores de produtividade, aumentou consideravelmente suas disponibilidades financeiras e seu Patrimônio Líquido. Ademais, com relação a sua estrutura de capital, a empresa obteve maior participação de capital próprio em relação ao capital de terceiros, resultando na diminuição de sua dependência do capital de terceiros. Outro destaque do autor foi o surgimento do valor da marca, confirmada com o aparecimento do ativo intangível.

Ainda no que diz respeito aos desempenhos das companhias, Alves (2012) ressaltou em sua pesquisa os ciclos de IPO's no Brasil entre os anos de 2004 a 2012. Através da análise de desempenho via índice de IPO, a autora concluiu que além do fator primordial de maior acesso a recursos para financiamento de projetos e crescimento, outros motivos advindos deste processo, como redução do custo de capital, aumento da institucionalização da empresa, maior atratividade de capital humano e mais precisa precificação da companhia em momentos de fusão ou aquisição, podem levar uma companhia fechada a decidir por abrir seu capital. Explicou que o aumento da informação disponível, permitida pelo IPO, determina, por exemplo, uma melhoria na eficiência alocativa de recursos. Além disso, há um estímulo à transparência, à organização contábil da empresa e, até mesmo, a formalização da economia, uma vez que esses são pré-requisitos para uma empresa emitir papeis na Bolsa de Valores.

Na pesquisa de FINKLER e VICTOR (2016) o objetivo foi avaliar o desempenho econômico e financeiro da companhia Arezzo S.A, antes e após seu processo de IPO ocorrido em fevereiro de 2011. O foco da análise foi avaliar a destinação dos recursos obtidos com a oferta pública de ações no ano de 2011 de acordo com o prospecto da companhia. Para análise dos dados, comparou-se os indicadores econômico-financeiros calculados, antes e após o IPO, sendo uma pesquisa quantitativa e qualitativa; descritiva e estudo de caso. Os resultados obtidos demonstraram que o IPO proporcionou uma menor dependência do capital de terceiros e potencializou a captação de recursos. Em adição, os recursos da oferta de ações

foram utilizados para expandir investimentos e, desse modo, acelerar o crescimento dos ativos e receitas, ocasionando no aumento do EBITDA e lucro líquido. Os indicadores de rentabilidade foram os únicos que sofreram efeitos negativos, apesar do IPO ter viabilizado o crescimento da Arezzo e ter-se concluído que a destinação dos recursos obtidos terem seguido o estimado no prospecto.

A pesquisa de OLIVEIRA e SPRENGER (2020), teve como objetivo analisar se há relação entre a abertura de capital por empresas brasileiras e desempenhos econômico-financeiros superiores em relação ao período pré IPO. A pesquisa foi quantitativa envolvendo a busca e análise de dados coletados sobre doze empresas brasileiras que realizaram a abertura de capital no ano de 2017. Os dados foram tabulados em planilha do Microsoft Excel® e posteriormente calculados os indicadores, para análise por meio de tabelas e gráficos. Os resultados obtidos demonstraram que a média na maioria dos indicadores financeiros apresentou crescimento ao longo dos 5 anos analisados, além de verificar aumento no Lucro Líquido de 2019 em relação ao de 2015 em 83% das empresas estudadas.

Por fim, outro estudo relevante é o abordado por JESUS (2021), que buscou obter dados do balanço patrimonial de onze empresas que realizaram IPO no Brasil em 2010 e utilizou-se de análises vertical e horizontal de cada empresa para comparação entre os resultados, e apuração dos índices de endividamento, liquidez e rentabilidade. O autor constatou que o desempenho de seis, das onze empresas avaliadas, melhorou após o IPO, demonstrando que a abertura de capital pode ser uma potente aliada da empresa se for realizada de maneira planejada e com a correta destinação dos recursos captados.

Quadro 2 - Autores e Indicadores Utilizados em suas pesquisas

| Autor (ano) | Objetivo | Variáveis utilizadas | Resultado após IPO |
|--------------------|--|---|---|
| Almeida (2009) | Apurar indícios de ocorrência das seguintes anomalias de IPOs: subprecificação, alta volatilidade das ações, baixa performance das emissões no longo prazo, e performance vinculada ao desempenho geral do setor de atividade das empresas emissoras | Volatilidade Ação; Variação: Ação x Ibovespa, Ação x CDI, Ação x Ação 1º Dia; Variação das Ações em função da Classificação Setorial, Desempenho das Ações em função do Prazo | 83% apresentaram alta volatilidade em relação ao Ibovespa; verificado evidências de underpricing; maioria apresentou retornos inferiores ao Ibovespa e superiores ao CDI; a variação das ações está vinculada ao desempenho geral de cada setor de atividade e as empresas abrem o capital em momentos de auge. |

| | | | |
|-----------------------------|--|---|--|
| Oliveira e Schiozer (2009) | Analisar o desempenho econômico e financeiro dos IPO's de bancos brasileiros de 2005 a 2007 | Índice de Basileia, ROA, Caixa / Ativo Total | Notou-se maior restrição de capital e liquidez, melhor rentabilidade, qualidade da administração e qualidade dos ativos. Melhora do índice de basileia; redução da proporção de caixa no total de ativos; redução do ROA |
| Zílio (2012) | Estimar as implicações sobre o desempenho operacional ex-IPO (três anos depois) | Retorno Op. Nas Vendas (OROS), Retorno Op. Nos Lucros (RSV), ROA, ROE, Alavancagem(DEBT), Capex, MTB, Giro | Queda e recuperação após o IPO do OROS; Aumento do RSV; Redução monotônica do ROA; Estabilidade do ROE; Queda monotônica da Alavancagem; Queda pré-IPO e recuperação pós IPO do Capex; Redução grande do Giro. |
| Cazarotto e Trentin (2012) | Analisar o desempenho econômico e financeiro após a abertura de capital das companhias Arezzo Indústria e Comércio S.A. e JBS S.A. | Endividamento Total, Endividamento Bancário de Curto Prazo, Alavancagem, Lucro por Ação, Retorno do Ativo Total, Retorno de Capital Próprio | Redução significativa do Endividamento Total e Bancário de curto prazo; Redução Significativa da Alavancagem; Redução significativa no Lucro por Ação da Arezzo e Reversão de Lucro p/ Prejuízo da JBS; Redução significativa do Retorno do Ativo Total e de Capital Próprio da Arezzo e JBS (JBS com índices negativos); |
| Hayne (2012) | Analisar o processo de abertura de capital da Natura Cosméticos S/A e os resultados obtidos pela empresa após esse processo. | Liquidez Corrente, Liquidez Geral, Liquidez Imediata, Margem Bruta, Margem Operacional, Margem Líquida, Endividamento, Capital de Terceiros/Passivo Total | Aumento significativo de todos os índices de Liquidez (com redução da Liquidez imediata 2 anos ex-IPO), Pequeno aumento gradativo da Margem Bruta e Operacional, Triplicação da margem líquida do Pré-IPO, Expressiva redução do endividamento e da relação de capital de terceiro sobre passivo total. |
| Finkler e Victor (2016) | Avaliar o desempenho econômico e financeiro da Arezzo S.A, antes e após seu processo de IPO ocorrido em fevereiro de 2011 | Liquidez Corrente, Liquidez Imediata, Liquidez Geral, Endividamento (Passivo/PL), PL/Passivo, Imobilização do PL, ROA, ROE, Margem Líquida | Aumento significativo dos Indicadores de Liquidez; Redução do Endividamento; Redução da Imobilização do PL; Redução do ROA e ROE; Margem Líquida inalterada. |
| Oliveira e Sprenger (2020). | Analisar se há relação entre o IPO de empresas brasileiras e desempenhos econômico-financeiros superiores no período pré IPO | Liquidez Corrente, Liquidez Imediata; Alavancagem Financeira; Giro dos estoques; Prazo Médio Estoques; ROIC; ROA; ROE | Aumento dos indicadores de Liquidez; Alta nos indicadores de endividamento com queda nos 3 anos seguintes; Alta de Giro dos Estoques com Redução nos 3 anos seguintes; Redução do PME; Aumento da Média de rentabilidade pós-IPO; Queda do ROE e aumento significativo nos 3 anos seguintes; Aumento do ROA com queda expressiva no último ano estudado; Aumento significativo do ROIC no ano de IPO e acima do Pré IPO nos anos seguintes |

| | | | |
|-----------------|--|---|--|
| Jesus (2021) | Analisar o comportamento das empresas após a abertura de capital, como forma de entender suas motivações e objetivos e se, de fato, suas expectativas em relação aos resultados são atingidas. | Liquidez Geral, Liquidez Corrente, Liquidez Seca, Liquidez Imediata, Composição do Endividamento, Endividamento Geral, Participação de Capital de Terceiros, ROA, ROE | As empresas efetivamente destinaram os recursos às finalidades anunciadas no IPO, porém o desempenho obtido após, não foi positivo p/ todas. 6 das 11 empresas mantiveram boa performance ao longo do período, baseados nos índices de rentabilidade, endividamento e na evolução do patrimônio e lucro líquidos, demonstrando melhor eficiência operacional e maior estabilidade. |
|-----------------|--|---|--|

Fonte: Elaboração própria

O quadro 2 exhibe os resultados encontrados pelos diversos estudos, com ênfase também nas variáveis utilizadas. Pode-se notar que os achados não foram coincidentes, em especial no tocante ao comportamento dos indicadores de desempenho após as IPOs.

3 METODOLOGIA

Nesta seção são explicados os métodos que foram utilizados na produção deste estudo envolvendo tipo de pesquisa, objeto de estudo e amostragem, técnicas e instrumentos de coleta de dados, tratamento e variáveis utilizadas nos modelos de regressão.

No que diz respeito às classificações do estudo, constitui-se numa pesquisa descritiva, pois conforme explica Gil (2010), tem como principal objetivo descrever as características de determinadas populações ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis. Uma de suas características mais significativas é a utilização de técnicas padronizadas de coletas de dados. Portanto, descrever significa identificar, relatar, comparar, entre outros aspectos (BEUREN, 2014).

Quanto à abordagem do problema classifica-se como quantitativa, uma vez que segundo Fachin (2003), o método quantitativo possui o intento de expor e tratar os dados por meio de números a fim de aplicar conceitos no que concerne avaliar hipóteses e a realização de análises estatísticas através da amostra empregada.

No tocante aos procedimentos classificou-se como documental, pois coletou os documentos das organizações da amostra, tais como Demonstrações Contábeis e Notas explicativas. De acordo com Gil (2008), as pesquisas documentais são aquelas que se valem de toda sorte de documentos, elaborados com finalidades diversas, tais como assentamentos, autorizações, comunicações, etc.

3.1 Universo E Amostra

O universo da pesquisa é composto pelas empresas que realizaram uma oferta inicial de ações ordinárias e/ou preferenciais na B3 em qualquer segmento de listagem no ano de 2020 após a declaração de pandemia pela OMS (11/03/2020). Para melhor captação de informação para análise, foram removidas da amostra empresas da área financeira que abriram capital neste período devido à seus indicadores funcionarem de maneira diferente às demais (a Boa Vista – BOAS3 foi removida). A amostra, portanto, foi composta por 22 empresas dos mais diversos setores econômicos, conforme mostra o Quadro 3.

Quadro 3 - Empresas que realizaram uma oferta inicial de ações ordinárias e/ou preferenciais em 2020 durante a pandemia e suas datas de IPO.

| Ticker | Dados na Económica? | Nome de Pregão e Tipo de Ação | Data do IPO |
|---------------|----------------------------|--------------------------------------|--------------------|
| ALPK3 | Completas de 2017 a 2021 | Estapar ON | 13/mai/20 |
| AMBP3 | Completas de 2017 a 2021 | Ambipar ON | 09/jul/20 |
| SOMA3 | Completas de 2017 a 2021 | Grupo Soma ON | 29/jul/20 |
| DMVF3 | Completas de 2017 a 2021 | D1000VFarma ON | 07/ago/20 |
| LJQQ3 | Completas de 2017 a 2021 | Quero-Quero ON | 07/ago/20 |
| LAVV3 | Completas de 2017 a 2021 | Lavvi ON | 01/set/20 |
| PGMN3 | Completas de 2017 a 2021 | Pague Menos ON | 01/set/20 |
| JSLG3 | Completas de 2017 a 2021 | JSL ON | 09/set/20 |
| PETZ3 | Completas de 2017 a 2021 | Petz ON | 10/set/20 |
| PLPL3 | De 2019 a 2021 | Plano & Plano ON | 16/set/20 |
| CURY3 | Completas de 2017 a 2021 | Cury ON | 18/set/20 |
| HBSA3 | Completas de 2017 a 2021 | Hidrovias ON | 24/set/20 |
| MELK3 | Completas de 2017 a 2021 | Melnick ON | 25/set/20 |
| SEQL3 | Completas de 2017 a 2021 | Sequoia Log. ON | 06/out/20 |
| GMAT3 | Completas de 2017 a 2021 | Grupo Mateus ON | 09/out/20 |
| TFCO4 | Completas de 2017 a 2021 | Track & Field PN | 23/out/20 |
| CASH3 | Completas de 2017 a 2021 | Méliuz ON | 04/nov/20 |
| ENJU3 | Completas de 2017 a 2021 | Enjoei ON | 06/nov/20 |
| AERI3 | Completas de 2017 a 2021 | Aeris ON | 10/nov/20 |
| RRRP3 | Completas de 2017 a 2021 | 3R Petroleum ON | 10/nov/20 |
| RDOR3 | De 2018 a 2021 | Rede D'Or ON | 09/dez/20 |
| AVLL3 | Completas de 2017 a 2021 | Alphaville ON | 10/dez/20 |
| NGRD3 | Completas de 2017 a 2021 | Neogrid ON | 16/dez/20 |

Fonte: elaboração própria

Foram obtidos os dados anuais de cada uma dessas 22 empresas, 3 anos antes do IPO e 2 anos após o IPO, totalizando um número de observações de 110 (5 anos de 22 sociedades).

3.2 Coleta E Tratamento De Dados

Segundo Gil (2008), a coleta de dados pode ser realizada por qualquer documento, objeto e ferramenta que possa contribuir com as investigações e análises. Para a realização deste trabalho os dados foram coletados em documentos encontrados no site da CVM e nos sites institucionais das respectivas companhias que compõem a amostra, onde as mesmas divulgam seus resultados financeiros, demonstrações contábeis e destaques operacionais. Além disto também foram coletados dados das ações através da plataforma Economática.

Os principais documentos verificados foram Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado presentes nas Demonstrações Financeiras Padronizadas de cada empresa, sendo obtidas informações sobre: Ativo Total, Passivo Total, Ativo Circulante, Passivo Circulante, Estoques, Receita Líquida, Lucro Líquido, entre outros.

Tais informações e documentos apresentados pelas entidades foram coletados em 31/03/2022, para cada ano, durante o período de 31 de Dezembro de 2017 a 31 de Dezembro de 2021, sendo utilizados para o cálculo dos indicadores econômico-financeiros expostos na subseção a seguir.

Este recorte temporal foi escolhido em função da declaração de pandemia da OMS (11 de março de 2020) e início de implementação das medidas de isolamento social, e à vista da obtenção da comparabilidade após pelo menos 1 ano de balanço após a estreia das empresas na Bolsa de Valores brasileira.

As informações coletadas necessárias para os indicadores e variáveis de cada empresa estudada foram organizadas e juntamente com seu resultado foram tabuladas em planilhas do Microsoft Excel®, possibilitando uma melhor interpretação e análise dos valores.

3.3 Indicadores E Variáveis Observadas

Segundo Matarazzo (2003) é possível encontrar semelhanças seguidas por empresas em sua trajetória usando seus indicadores como comparativo em um determinado espaço de tempo. Com isso, pode-se evidenciar tanto características políticas adotadas por essas entidades como também sua postura em relação ao ambiente econômico-financeiro em que elas se encontram inseridas. De acordo com Hall, Beck e Toledo Filho (2013) e com Matarazzo (2003), é de extrema importância a análise conjunta dos índices. Usando-se deste argumento, segue no Quadro 4 as variáveis (indicadores) utilizados no modelo.

Quadro 4 - Indicadores econômico-financeiros adotados

| | Indicadores | Sigla | Fórmula | Apresenta | Fonte |
|---------------|----------------------------------|-------|---|--|-------------------|
| Liquidez | Liquidez Corrente | LC | Ativo Circulante / Passivo Circulante | Indica capacidade de pagamento no curto prazo, demonstrando o quanto a empresa possui de recursos disponíveis a curto prazo para cada R\$1,00 de dívida. | Assaf Neto (2012) |
| | Grau de Endividamento | - | (Passivo Circulante + Exigível em longo prazo) / Patrimônio Líquido | A relação de dependência da empresa no que se refere ao capital de terceiros | Silva (2014) |
| Rentabilidade | Retorno Sobre Ativos | ROA | (Lucro Líquido / (Ativo) | O quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao capital investido total. | Matarazzo (2008) |
| | Retorno Sobre Patrimônio Líquido | ROE | (Lucro Líquido / Patrimônio Líquido) x 100 | Indica o ganho sobre o capital próprio investido | Matarazzo (2008) |

Fonte: construído a partir de Matarazzo (2008), Assaf Neto (2012) e Silva (2014).

Os indicadores ROA e ROE estão constantemente presentes em estudos e pesquisas para análise do desempenho das organizações, em razão de sua capacidade de demonstrar de forma percentual o retorno financeiro dos investimentos realizados. Como exemplo existem os trabalhos de BIRAL (2010), ZILIO (2012), FINKLER e VICTOR (2016), KALIL e BENEDICTO (2018), OLIVEIRA e SCHIOZER (2009), OLIVEIRA e SPRENGER (2020).

No estudo de FINKLER e VICTOR (2016) do IPO da Arezzo S/A, foi possível verificar que o ROA e ROE sofrem uma queda respectivamente de 25% e 46% no ano do IPO e seguem caindo 15% e 10% no ano seguinte, fato explicado no artigo pela maior proporção de investimentos, que geram resultados no longo prazo, em relação ao lucro líquido. Isso foi reforçado pelo estudo de KALIL e BENEDICTO (2018), no qual o ROA e ROE médio das empresas foi negativamente impactado pelo IPO de acordo com os resultados do modelo de regressão utilizado. Já na pesquisa de Oliveira e Schiozer (2009) verificou-se uma redução média de rentabilidade após o IPO para os 10 bancos estudados, resultado semelhante ao encontrado por Zílio (2012), que analisou 98 empresas as quais realizaram IPO entre 2002 e 2010 e notou-se uma queda monotônica do ROA e ROE em até 2 anos após a abertura. O estudo de Biral (2010) complementou os anteriores, indicando que antes do IPO, as empresas estudadas tiveram uma rentabilidade sobre os ativos superior às que já tinham capital aberto, e

pós-IPO o ROA diminuiu, porém permaneceu com desempenho superior aos seus pares no setor. Contrastando estes resultados, o estudo de Oliveira e Sprenger (2020) identificou que no ano do IPO e no subsequente o indicador do ROA teve uma elevação de 47%, com uma expressiva redução nos anos seguintes para níveis menores que os pré-IPO, enquanto o ROE aumentou em torno de 18% do primeiro ao último ano de estudo.

Outro indicador comumente utilizado na análise da performance das empresas é o de Grau de Endividamento, o qual se faz presente neste estudo, baseado em literaturas anteriores como as de HAYNE (2012), CAZAROTTO E TRENTIN (2012), KALIL e BENEDICTO (2018) e JESUS (2021), que o utilizaram para se obter uma dimensão total das dívidas de uma empresa em relação ao seu Patrimônio Líquido, ou seja, a proporção de ativos que são financiados por terceiros em relação aos financiados por capital próprio.

Na pesquisa de Cazarotto e Trentin (2012) notou-se uma redução significativa do Endividamento Total e Bancário de curto prazo após o IPO das empresas Arezzo Indústria e Comércio S/A e JBS S/A. Por outro lado, No estudo de Hayne (2012) verificou-se que o índice de endividamento apresentou expressiva redução após a abertura de capital, demonstrando que a empresa reduziu sua dependência em relação a financiamentos por meio de recursos próprios, o que corrobora com o estudo de Kalil e Benedicto (2018), que mostraram que o IPO capitalizou as empresas aumentando os investimentos, com consequente aumento das receitas e ativos. Complementando e contrastando tais pesquisas, Jesus (2021), concluiu que apesar das empresas efetivamente conseguirem destinar os recursos às suas finalidades, o desempenho obtido pós IPO não foi positivo para todas. Destacaram-se 6 empresas que revelaram bons resultados e índices de endividamento, 2 que obtiveram baixo desempenho e entraram com pedido de recuperação judicial para reestabilização financeira, e 3 com desempenho mediano com períodos de atuação positivos seguidos de baixas em anos específicos.

Por fim, o indicador de Liquidez Corrente se faz importante para a análise feita nesta pesquisa, para a verificação da solidez financeira da empresa analisada e de sua capacidade de pagamento de seus compromissos no curto prazo, assim como observado nas literaturas anteriores de HAYNE (2012), FINKLER e VICTOR (2016) e JESUS (2021).

Hayne em sua pesquisa demonstrou que o índice de liquidez corrente da Natura S.A apresentou variação positiva após seu IPO. Apesar do mesmo ter cedido um pouco nos 2 anos subsequentes, tal manteve-se sempre acima do índice pré-IPO, revelando uma melhora na saúde financeira de curto prazo. Esse resultado coincide com os achados de FINKLER e VICTOR (2016), que em sua análise do IPO da empresa Arezzo S.A, observaram um aumento relevante da liquidez corrente no ano de 2010 para 2011, no qual o índice quase

dobrou, mantendo-se neste nível até 2013, compreendendo-se que o IPO propiciou uma elevação expressiva dos ativos circulantes e folga financeira, pois para cada R\$100,00 de dívida, a empresa possuía R\$ 400,23 de ativos circulantes para quitá-la depois da abertura de capital. O trabalho de Jesus (2021) também reforçou este comportamento, visto que a maioria das 11 empresas estudadas exibiram aumento de sua liquidez corrente nos primeiros anos após as IPOs, com uma estabilização do índice em anos posteriores, com exceção de 2 empresas que viram seus índices diminuírem após a abertura e 2 que não revelaram diferenças relevantes para o índice após a abertura de capital, contrastando os resultados dos estudos anteriores.

Por fim, Martins, Miranda e Diniz (2014) explicam que o uso de muitos indicadores para se realizar uma boa análise é equivocado, pois a relevância dos mesmos se faz por seu uso adequado junto a situação da entidade em análise.

3.4. Base De Dados E Descrição Das Variáveis

Após a definição das companhias que compõem a amostra e dos indicadores econômico-financeiros (variáveis), é importante fazer uma análise das estatísticas descritivas da amostra, visando a identificação de anomalias ou outliers. Em seguida, caso se mostre necessário, a base de dados passa por um tratamento de ajuste. O Quadro 5, a seguir, apresenta as estatísticas descritivas para a amostra considerando dois períodos: antes do IPO (2017 a 2019) e depois do IPO (2020 a 2021).

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas

| Antes do IPO | | | | | |
|----------------------|--------|---------------|--------|--------|-----|
| Variáveis | Média | Desvio-padrão | Mínimo | Máximo | Obs |
| Liquidez | 1,926 | 1,362 | 0,303 | 6,890 | 63 |
| Endividamento | 3,661 | 5,200 | 0,446 | 34,915 | 63 |
| ROA | -0,005 | 0,306 | -1,271 | 0,684 | 63 |
| ROE | 0,086 | 0,505 | -1,389 | 1,847 | 63 |
| Depois do IPO | | | | | |
| Variáveis | Média | Desvio-padrão | Mínimo | Máximo | Obs |
| Liquidez | 3,656 | 3,966 | 0,091 | 18,442 | 42 |
| Endividamento | 1,657 | 1,274 | 0,055 | 4,356 | 42 |
| ROA | 0,094 | 0,592 | -0,842 | 3,262 | 42 |
| ROE | 0,055 | 0,183 | -0,397 | 0,574 | 42 |

Fonte: Elaboração própria

Dentre os outliers encontrados, destaca-se a ocorrência de Patrimônio Líquido negativo para a Alphaville ON (AVLL3). Nesse sentido, os dados da empresa precisaram ser removidos da amostra, tendo em vista que tornavam negativo o indicador de endividamento, uma situação relativamente sem sentido. Assim sendo, a amostra final é composta de 21 empresas, com indicadores econômico-financeiros anuais de 2017 a 2021. Portanto, o número de observações consiste em 105.

Além da detecção de anomalias, a análise das estatísticas descritivas também se mostra relevante para auxiliar na elaboração de hipóteses a serem testadas. Na média, percebe-se que, após o IPO, a liquidez das empresas aumentou de 1,926 para 3,656, e o ROA foi de -0,005 para 0,094. Por outro lado, houve redução no endividamento, de 3,661 para 1,657. O ROE das empresas também sofreu redução, na média, após o IPO. Portanto, existem indícios de relação direta entre IPO e liquidez e ROA; e relação negativa entre a abertura de capital e as variáveis de endividamento e ROE das empresas.

3.5 Modelo Econométrico

De modo a analisar qual a relação entre a abertura de capital (IPO) e os indicadores econômico-financeiros de liquidez, endividamento, ROA e ROE, foi utilizado um modelo de regressão logística. A opção pelo modelo se dá pelo fato de a variável dependente ser binária (Wooldridge, 2013). A equação (1), a seguir, mostra o modelo a ser estimado:

$$IPO_{it} = \beta_0 + \beta_1 Liquidez_{it} + \beta_2 Endividamento_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação (1)

Em que: os subscritos “i” referem-se às empresas da amostra (unidade observacional) e os subscritos “t”, ao tempo, em anos; β 's são os parâmetros a serem estimados; *IPO* é uma variável binária dependente, que assume valor igual a 0 quando a empresa possuía capital fechado e 1, quando o capital da empresa passou a ser aberto; *Liquidez*, *Endividamento*, *ROA* e *ROE* são as variáveis independentes; e ε é o erro aleatório.

A partir dos resultados da regressão logística serão realizados os estudos dos sinais dos coeficientes com o objetivo de identificar as relações positivas (diretas) ou negativas

(inversas) entre as variáveis independentes e dependente, para cada um dos modelos. São consideradas estatisticamente significativas aquelas variáveis cujo p-valor não exceda 0,10 (10%).

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados da estimação do modelo logit, conforme apresentado na Equação (1), se encontram dispostos a seguir, no Quadro 6.

Tabela 2 – Resultados Econométricos

| Variável | Coefficiente | Erro-padrão | z | Prob > z |
|---------------|--------------|-------------|-------|-----------|
| Liquidez | 0,3610** | 0,1465 | 2,46 | 0,014 |
| Endividamento | -0,2407* | 0,1433 | -1,68 | 0,093 |
| ROA | 1,6557 | 1,1640 | 1,42 | 0,155 |
| ROE | -1,3131 | 1,1687 | -1,12 | 0,261 |
| Constante | -0,7018 | 0,5115 | -1,37 | 0,170 |
| Observações | 105 | | | |
| LR chi2 (4) | 22,70 | | | |
| Prob > chi2 | 0,0001 | | | |
| Pseudo R2 | 0,1606 | | | |

*Estatisticamente significativo a 10%;
 **Estatisticamente significativo a 5%;
 ***Estatisticamente significativo a 1%

Fonte: Elaboração própria

Primeiramente, a análise recai sobre o sinal dos coeficientes estimados para as variáveis independentes. Nesse sentido, nota-se uma relação positiva (ou direta) entre a abertura do capital das empresas (IPO) e os seus indicadores de Liquidez e ROA. Não obstante, essa relação se revelou significativa, em termos estatísticos, para a variável Liquidez, considerando um nível de significância de 5%. Ou seja, existem evidências empíricas de que a realização de IPO amplia o nível de liquidez das empresas. Em se tratando do ROA, embora o coeficiente estimado seja positivo, não houve significância estatística para o resultado. Portanto, não foram encontrados indícios estatísticos para aumento do retorno sobre os ativos após a abertura de capital das empresas.

No que tange à liquidez, de fato os resultados encontrados corroboram com o proposto pela literatura de HAYNE (2012), FINKLER e VICTOR (2016) e JESUS (2021). Assim, parte dos recursos obtidos com a abertura de capital acabam se destinando a aumentar a capacidade de as empresas honrarem com as suas obrigações financeiras de curto e de longo prazos.

De maneira oposta, as evidências apontam para uma relação negativa (ou inversa) entre a abertura de capital das empresas e seus indicadores de Endividamento e ROE. Torna-se importante frisar, no entanto, que essa relação entre o IPO e o Endividamento é estatisticamente significativa a um nível de significância de 10%. Para o ROE, apesar de a relação ser inversa com a abertura de capital, não foram encontradas evidências estatísticas significativas.

Estes resultados são particularmente relevantes pelo contexto em que as empresas optaram pela abertura de capital. Dado o cenário de pandemia, em que a atividade econômica como um todo sofreu contração devido às medidas de isolamento social para conter a propagação do vírus, as empresas mais endividadas acabaram recorrendo ao IPO como uma alternativa para captação de recursos a serem destinados à diminuição de seus passivos. Resultados semelhantes foram encontrados por HAYNE (2012), Cazarotto e Trentin (2012) e KALIL e BENEDICTO (2018).

Por último, cabe destacar que a significância estatística global do modelo pode ser identificada pela estatística LR (likelihood ratio), que segue uma distribuição qui-quadrada. Em modelos logit, essa estatística é similar à estatística F, que testa conjuntamente se todos os coeficientes são angulares e iguais a zero. Tendo em vista que o p-valor é igual a zero, rejeita-se a hipótese. Portanto, o modelo estimado é globalmente significativo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do estudo foi avaliar o impacto da abertura de capital na performance econômica e financeira das empresas brasileiras que realizaram o IPO durante o início da pandemia do COVID-19 no ano de 2020 na bolsa de valores. O desempenho foi analisado em termos de rentabilidade de seus ativos, rentabilidade de seu capital próprio investido, grau de endividamento total e capacidade de pagamento no curto prazo, durante o período de 2017 a 2021, compreendendo os períodos pré-IPO, ano do IPO e pós-IPO das empresas,

A pesquisa obteve como base de dados uma amostra final contendo 21 empresas que realizaram oferta pública inicial de ações durante o ano de 2020, após a declaração de pandemia pela OMS (11/03/2020). Destas 21 empresas, foram obtidos dados anuais de 3 anos antes do IPO, o ano do IPO e 1 ano após o IPO, totalizando um número de observações de 105.

Para analisar o desempenho da rentabilidade, endividamento e liquidez, foi utilizado um modelo de regressão logística com a variável binária dependente '*IPO*' e as seguintes variáveis independentes: Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno Sobre Patrimônio Líquido (ROE), Grau de Endividamento e Liquidez Corrente.

Os resultados compreendendo o Grau de Endividamento das empresas foram estatisticamente significativos e apontam para uma relação negativa (ou inversa) com a abertura de capital das empresas, o que corrobora com literaturas anteriores.

No tocante à Liquidez corrente das empresas estudadas, verificou-se evidências empíricas de que a realização de IPO amplia o nível de liquidez das empresas, com um nível de significância de 5%, resultado semelhante ao de literaturas anteriores citadas como referências para este trabalho.

No que tange ao ROA e ROE, não foram encontrados indícios estatísticos significantes para um resultado conclusivo, embora o coeficiente estimado tenha sido respectivamente positivo e negativo em relação à abertura de capital.

De maneira geral, foi possível concluir que o IPO teve impacto positivo nas empresas sobre as variáveis estudadas nesta pesquisa. Ou seja, a oferta pública inicial de ações capitalizou as empresas aumentando sua liquidez para honrarem com as suas obrigações financeiras de curto prazo, além de que esses recursos provenientes do IPO serviram como alternativa para a diminuição de seus passivos e, conseqüentemente, grau de endividamento, dado o cenário de retração econômica oriundo da pandemia.

No entanto, os resultados deste estudo se restringem especificamente à Crise advinda da pandemia de COVID-19 durante o ano de 2020 e 2021, visto que a crise ainda não

terminou e seus efeitos perante às empresas e a economia permanecerão até períodos pós finalização desta pesquisa. Os resultados também são limitados haja vista que o número de observações, apesar de comportar o modelo estatístico, é relativamente pequeno.

Por fim, para futuras pesquisas, sugere-se uma análise compreendendo um maior número de empresas que abriram capital durante a crise deste estudo, utilizando-se de maiores períodos, além de comparações com períodos econômicos menos turbulentos, como após o fim ou contenção desta pandemia. Ademais, sugere-se maiores e novas amostras analisando e comparando possivelmente outros períodos de crise econômica ou fazendo comparações e diferenciações setoriais.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Antônio José Lima de. Aberturas de capital no Brasil: análise das ofertas públicas iniciais de ações. 2009. 113 f. Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado, Fortaleza-CE, 2009.

ALVES, Luisa Carneiro. Ciclos de IPO's no Brasil de 2004 á 2012 – análise do desempenho via IPO. Monografia de final de curso. Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro – RJ, 2012.

ASSAF NETO, A. Mercado financeiro. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e análise de balanços. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

B3. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/abertura-de-capital/como-abrir-o-capital/>. Acesso em 27 de fevereiro de 2022.

BARBOSA, Victor da Silva. Níveis de governança corporativa: rentabilidade e valorização. Porto Alegre: UFRGS, 2014. 69p. Trabalho de Conclusão de Curso. Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014

BEUREN, I. M. Trajetória da Construção de um Trabalho Monográfico em Contabilidade. In: BEUREN, I. M. (Org.). Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: teoria e prática. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 46-75.

BIRAL, Rafael Augusto Fernandes. A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas?: evidência da onda de IPOS 2004-2008. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

BOSQUEROLLI, A.M. et al. Brasil e o mundo diante do Covid-19 e da crise econômica. PETeconomia. UFPR, 2020. Disponível em: <https://www.ufpr.br/portalfpr/wp-content/uploads/2020/07/Brasil-e-o-mundo-diante-da-Covid-19-e-da-crise-economica.pdf>. Acesso em: 28 nov 2021.

BRASIL. Lei n. 6404, 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez.1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm> Acesso em: 30 abr. 2021.

CASAGRANDE Neto, Humberto: Abertura de capital nas empresas brasileiras: um enfoque prático. 3ª ed. rev. e atual., São Paulo: Atlas, 2000.

CAVALCANTE, Francisco da Silva Filho; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Leandro. Mercado de Capitais. Belo Horizonte: CNBV, 2009.

CAZAROTTO. Suila Ribolli, TRENTIN. Grazielle Ninbla Scussiato. O desempenho econômico e financeiro das empresas com a abertura de capital – IPO. Unoesc & Ciência, Joaçaba, v.3, n.1, p. 17-26, jan/jun. 2012.

CELIKYURT, Ugur; SEVILIR, Merih; ANIL, Shivdasani. Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs (2010). Journal of Financial Economics, Vol. 96, Issue 3, p. 345-363

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

COMEXSTAT. Brasil: Informações Gerais. [s.l: s.n.].

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://web.archive.org/web/20141230171549/http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ_200.asp>. Acesso em 20 de março de 2022.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acesso em 22 de fevereiro de 2022.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acesso em 22 de fevereiro de 2022.

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, i. 1, p. 31-46, jan. 1997. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0883902697849701>>. Acesso em: 18 nov. 2021.

FACHIN, Odília. *Fundamentos de Metodologia*. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

FANCHIN, Fernando Bevilacqua e. *IPO's, gestão de investimentos e desenvolvimento econômico: uma visão crítica*. Rio Bravo Fronteiras, 2010.

FIGO, Anderson. Bolsa tem maior número de IPOs desde 2007 e onda de ofertas deve continuar em 2021. *Infomoney*, dez 2020. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/bolsa-tem-maior-numero-de-ipos-desde-2007-e-onda-de-ofertas-deve-continuar-em-2021/>>. Acesso em: 10 jul. 2021.

FINKLER, Rafael, VICTOR, Fernanda Gomes. *Reflexos Da Abertura De Capital Em Índices Econômico financeiros: O Caso Da Empresa Arezzo*. Trabalho de Conclusão de Curso. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). 2016

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

GIL, Antônio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

HALL, Rosemar Jose; BECK, Franciele; TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. *Análise do impacto da crise subprime nas empresas do agronegócio brasileiro listadas na BM&F Bovespa*. 2012. *Custos e agronegócio*, Blumenau, v. 9, n. 1, jan./mar. 2013. Disponível em: <www.custosagronegocioonline.com.br>. Acesso em: 15 fev. 2022.

HAYNE, A. O. *A ABERTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS NO BRASIL: O CASO DA NATURA S/A*. 2012. 44 f. Faculdade de Economia da UFBA, Salvador, 2012.

IBGE. Pesquisa Pulso Empresa: Impacto da COVID-19 nas empresas, jul 2020 [s.l: s.n.]. Disponível em: https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/media/com_mediaibge/arquivos/548281f191c80ecbbb69846b0d745eb5.pdf. Acesso em: 13 dez 2021.

JESUS, Maria Teresa Boll Pereira de. ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL: ANÁLISE DO DESEMPENHO DE EMPRESAS QUE REALIZARAM IPO NO ANO DE 2010. Monografia de final de curso. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis – SC, 2021

KALIL, João Paulo Albuquerque; CARVALHO DE BENEDICTO, Gideon. Impactos da oferta pública inicial de ações no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras na B3. RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia, Joaçaba: Ed. Unoesc, v. 17, n. 1, p. 197-224, jan./abr. 2018. Disponível em: <<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>>.

MARTINS, E; MIRANDA, G. J.; DINIZ, J. A. Análise didática das demonstrações contábeis. 1 ed. São Paulo: Atlas S.A, 2014.

MATARAZZO, Dante Carmine. Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MATARAZZO, D. C. Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

OLIVEIRA, Lucas Michel Flores de; SPRENGER, Kélim Bernardes. Abertura de capital: análise do desempenho econômico-financeiro pré e pós oferta pública inicial (IPO) de ações. Trabalho de Conclusão de Curso. Faculdades Integradas de Taquara – FACCAT, Taquara – RS, 2020

OLIVEIRA. Raquel de Freitas, SCHIOZER. Rafael Felipe. A recente onda de abertura de capital de bancos no Brasil. Relatório de Estabilidade Financeira, p.161 – 181, Banco

Central do Brasil. 2009.

PAGANO, Marco; PANETTA, Fabio; ZINGALES, Luigi. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, Vol. 53, Issue 1, p. 27-64.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais, fundamentos e técnicas. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

RASSIER, Leandro Hirt. Entenda o mercado de ações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

REZENDE, Victor Pires de. ABERTURA DE CAPITAL: uma análise das ofertas públicas iniciais no período de 2009 a 2018. Trabalho de Conclusão de Curso. Faculdade De Ciências Contábeis – FACIC, Universidade Federal De Uberlândia – UFU, Uberlândia, 2019.

SILVA, Alexandre Alcântara da. Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ZAMBON, André Fabrício dos Santos. Abertura de Capital no Brasil: O Caso Renar Maças S.A. UFSC, Florianópolis, 2006.

ZILIO, André. Decisão das empresas de realizar um IPO e implicações sobre desempenho: uma análise da experiência brasileira. 2012. Dissertação (Mestrado em Teoria Econômica) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.