



UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DAS IPOs NO BRASIL

AN ANALYSIS OF ECONOMIC AND FINANCIAL PERFORMANCE OF IPOs IN BRAZIL

Lizandra Ferreira Silva¹

Wenner Glaucio Lopes Lucena²

Edilson Paulo³

Resumo

Diante da grande competitividade observada no mercado financeiro, muitas empresas buscam o financiamento externo, por meio da abertura de capital. Desse modo, este trabalho tem o objetivo de verificar o desempenho econômico e financeiro das empresas após a abertura de capital (IPO). E, como método de estudo utilizou-se modelos econométricos, tomando como variável dependente o retorno anormal da ação (RA_t) após a IPO e demais variáveis econômico-financeiras, como independentes. O período estudado foi de 2004 a 2012 e a amostra final de 90 empresas. Por conseguinte, as variáveis selecionadas foram agrupadas em três modelos de acordo com a frequência de utilização por diversos autores e, nos resultados obtidos, não foi verificada uma relação significativa entre as variáveis e o retorno anormal, sendo também identificada a forte presença da multicolinearidade. Diante dos resultados observados, foi elaborado um novo modelo com a exclusão das variáveis que ocasionaram a multicolinearidade e os resultados obtidos foram significativos, corroborando com a não

¹ Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba, Pós graduanda em Gestão Financeira, Auditoria e Controladoria (Estratego). Área de atuação: Contabilidade Financeira para usuários externos, Brasil. Contato: lizandra.ferreira.contabil@gmail.com

² Bacharel em Engenharia de Minas pela Universidade Federal da Paraíba e em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual da Paraíba, Especialização em Controladoria pela Universidade Federal da Paraíba, Mestrado em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN, Doutorado em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN, Professor Adjunto III da Universidade Federal da Paraíba. Atualmente é coordenador do Curso de Graduação em Ciências Contábeis UFPB, Brasil. Contato: wdlucena@yahoo.com.br

³ Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba, Mestrado em Ciências Contábeis pelo Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN, Doutorado em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Professor Associado I da Universidade Federal da Paraíba. Atualmente é coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UFPB, Brasil. Contato: e.paulo@uol.com.br

rejeição da hipótese de pesquisa (H_0), no qual existe uma relação positiva entre o retorno anormal e as variáveis econômico-financeiras.

Palavras-chave: IPO. Desempenho. Retorno anormal.

Abstract

Given the highly competitive observed in the financial market, many companies seek external funding through the capital opening. Thus, this study aims to verify the economic and financial performance of companies after the capital opening (IPO). And as a study method was used econometric models, using as a dependent variable the abnormal return of action (RA_t) after the IPO and other economic and financial variables as independent. The study period was from 2004 to 2012 and the final sample of 90 companies. Therefore, the selected variables were grouped into three models according to the frequency of use by several authors and the results, a significant relationship between the variables and the abnormal return has not been verified, being also identified the strong presence of multicollinearity verified. On the observed results, a new model was developed with the exclusion of the variables that caused multicollinearity and the results were significant, supporting the non-rejection of the research hypothesis (H_0), where there is a positive relationship between the abnormal return and economic and financial variables.

Keywords: IPO. Performance. Abnormal Return.

INTRODUÇÃO

Num mundo globalizado, com sucessivas mudanças, as empresas são obrigadas a se adequarem às novas tendências da economia, em que o acesso a produtos e serviços se dá em qualquer parte do mundo, a qualquer tempo. Essa tendência tem a intenção de manter a continuidade e evolução das empresas (FERREIRA JUNIOR; SILVA; LIMA FILHO, 2011).

Assim, Kuhl (2007); Sampaio (2011); Steffen e Zanini (2012) afirmam que o crescimento da empresa, do mercado e o aumento da produtividade influenciam positivamente na decisão das empresas entrarem no mercado de ações, quer seja em mercados bem desenvolvidos ou em economias emergentes, e a buscarem o financiamento externo e/ou interno.

Desse modo, o mercado de capitais representa uma alternativa vantajosa para suprir essa necessidade. Segundo Albano (2006), o processo de abertura de capital é motivado pela intenção de captar recursos, oferecendo uma alternativa de saída para os acionistas, proporcionando uma maior liquidez para seus ativos. E, com o aporte de capital, a empresa poderá investir na parte operacional, na estrutura, em pesquisa e no desenvolvimento de técnicas, por exemplo.

Adicionalmente, outro motivo para essa abertura é a grande limitação de aquisição do capital de terceiros, da capacidade de financiamento das instituições financeiras no longo prazo, do mercado de capitais brasileiro ser bem restrito e na grande concentração acionária

das empresas (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; SOUZA, 2009; FORTES; SILVEIRA; BACIC, 2013).

Para tanto, o número de empresas que realizam a abertura de capital, denominada *Initial Public Offering* (IPO), que se caracteriza como a primeira venda de ações de uma empresa ao público, elevando o seu capital por meio da emissão de títulos ou dívidas (INVESTOPEDIA, 2016). Do mesmo modo, Albano (2006) diz que após a IPO, a empresa tem tendência a melhorar o seu risco de crédito. Além disso, as empresas também ficam mais sujeitas a análises e necessitam de um maior nível de divulgação de informações financeiras do que uma empresa privada qualquer (CHEN; CHOW, 2011).

Portanto, a IPO é um bom indicador de desempenho da economia, pois demonstra que as empresas estão tendo um bom resultado e que os investidores estão com mais confiança. Inerente a isso, Bomfim, Santos e Pimenta Junior (2007) afirmam que a IPO funciona como um instrumento de acesso a fontes de recursos de longo prazo, proporcionando o financiamento a projetos de investimentos, estimulando o crescimento e facilitando a reestruturação de capital das empresas brasileiras.

Posteriormente, Testa, Lima e Securato (2013) observaram o comportamento do mercado de capitais brasileiro, especificamente a Bolsa de Valores de São Paulo, e constataram que a bolsa passou por dois momentos de transição: a fase de incentivo a abertura de capital, que englobou os anos de 2004 a 2007, em que mais de cem empresas iniciaram suas atividades na bolsa brasileira. E, os principais fatores que contribuíram para esse acontecimento foram: “o crescimento da economia nacional e de seu mercado de capitais, além da constituição de uma regulamentação apropriada para este setor” (FORTES; SILVEIRA; BACIC, 2013, p. 3).

Nos anos seguintes, tem-se o desenvolvimento da crise do *subprime*, que foi uma bolha imobiliária nos EUA que resultou na eclosão de uma crise financeira no âmbito do cenário global (AVELINO, 2013). A crise originou-se nos Estados Unidos e atingiu o mundo, sendo causada por muitos fatores, dentre eles destacamos: “a insolvência dos empréstimos imobiliários *subprime*, a securitização das hipotecas que estão atreladas a estes créditos e a alavancagem das instituições financeiras” (KREUZBERG; DOCKHORN; HEIN, 2013, p. 5).

Por isso, a análise financeira e econômica, utilizando os índices, viabiliza a comparação dos valores auferidos em tempos atrás com os valores obtidos atualmente e também possibilita o paralelo com outros assuntos em comum (REZENDE, 2010).

Logo, a abertura de capital (IPO) é uma chance dos investidores alcançarem lucros extraordinários no curto prazo e, esses retornos são considerados anormais para as empresas que passaram a ter negociações no mercado, possibilitando liquidez significativa, inicialmente, e futura queda de performance das ações devido à especulação (SATURNINO *et al*, 2012). Igualmente, Souza *et al* (2012) diz que isso mostra a possível variação quanto ao retorno das ações nas empresas, tendo a possibilidade de retornos acima do esperado ou muito abaixo do aceitável, devido a variações positivas ou negativas nos preços das ações.

Nesse aspecto, o estudo do desempenho econômico e financeiro das IPOs merece ser desenvolvido. Dessa forma, **qual a relação do desempenho econômico e financeiro das empresas com o retorno anormal após a abertura de capital no período de 2004 a 2012?**

1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

1.1 ABERTURA DE CAPITAL

Companhia aberta é aquela em que seus valores mobiliários estão disponíveis na bolsa ou em mercado de balcão (BOMFIM; SANTOS; PIMENTA JUNIOR, 2007). Ademais, uma das fontes de captação de recursos no mercado de capitais é a ação, que é negociada tanto no mercado primário como no secundário (MELLO *et al*, 2010).

Como resultado, as ofertas públicas de ações podem ser primárias ou secundárias. Nas ofertas primárias (IPO) a empresa realiza a captação de fontes de recursos para os novos investimentos e para outros fins, ou seja, ocorre uma injeção de capital. Já as ofertas secundárias (SEO) proporcionam capacidade de pagamento aos empreendedores num processo que o capital da empresa se mantém, porém ocorre um aumento na quantidade de sócios, ou seja, existe a transferência de propriedade (BOMFIM; SANTOS; PIMENTA JUNIOR, 2007; PORTELA; NUNES, 2008; ELLER, 2012; BOVESPA, 2013; RODRIGUES, 2013).

Assim, para poder emitir títulos no mercado financeiro, em consonância com os termos da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários, a companhia precisa ter o registro de companhia aberta na CVM e sua transformação em sociedade anônima. E, para emitir ações, seguir a sua listagem em uma bolsa de valores, sendo que todas as emissões pretendidas serão autorizadas e registradas pela CVM (SILVA; FAMÁ, 2011).

1.2 INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)

Uma entidade deve avaliar quando pensa em realizar uma IPO, pois os custos são elevados e existe a necessidade de melhorar a qualidade das informações, mesmo tendo muitos benefícios (BOMFIM; SANTOS; PIMENTA JUNIOR, 2007; MELLO *et al*, 2010). Do mesmo modo, Bossolani (2009) afirma que um dos benefícios de realizar uma oferta pública inicial é a diminuição do custo total do endividamento, devido ao aumento da liquidez.

Nesse aspecto, a oferta pública inicial é o mecanismo em que uma empresa procura o mercado para captar recursos pela venda de suas ações. Nesse processo, essa emissão é realizada por um banco ou *underwriter* que é responsável pela distribuição da oferta, oferecendo esses papéis a possíveis compradores (ELLER, 2012).

Sendo assim, Saturnino *et al* (2012) diz que a IPO é uma fonte de captação de recursos de longo prazo pelas companhias por meio da oferta pública inicial, a fim de quitar seus compromissos no curto prazo, e também custear seus investimentos e capital de giro. Esse caminho pode ser bem sucedido ou um fiasco devido às condições de mercado ou simplesmente por características ligadas as empresas lançadoras de títulos na bolsa de valores.

Por outro lado, quando o mercado está bem aquecido, o comércio de IPOs torna as empresas mais valorizadas e as ofertas são maiores. Em contrapartida, as empresas se tornam menos propensas a se manterem em continuidade (COAKLEY; HADASS; WOOD, 2005).

Dessa maneira, os *underwriters* são instituições financeiras especializadas no lançamento de ações e títulos no mercado primário. No Brasil, essas instituições podem ser bancos de investimentos, sociedades distribuidoras e sociedades corretoras. Elas, por sua vez, são compostas por analistas e técnicos que orientam os empresários, mostrando-lhes as melhores condições e oportunidades para que a empresa abra o seu capital ao público investidor com maior segurança (BOVESPA, 2013).

Por isso, Leite (2007) mostra que o *underpricing* está correlacionado com os retornos de mercado, previstos antes da data de abertura do capital, afirmando que os preços dos IPOs são moldados de acordo com as dados acessíveis ao público. Ele diz ainda que nenhum

investidor possui todas as informações e também não é necessário tê-las para obter um *underpricing* e afirma ainda que a elevação no preço diminui as chances da abertura ser um sucesso.

Assim, Roosenboom, Goot e Mertens (2003) dizem que no momento da oferta pública inicial (IPO), os gestores têm informações sobre as futuras entradas de caixa e oportunidades de investimento, já os investidores não têm como preverem as perspectivas da empresa.

Diante disso, a IPO possibilita a observância das mudanças pertinentes aos relatórios financeiros que deixam de serem privados para serem públicos. Portanto, as empresas passarão a se depararem com diferentes mercados e exigências regulatórias e, conseqüentemente, farão um melhoramento na qualidade dos seus relatórios financeiros (BALL; SHIVAKUMAR, 2008).

1.3 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO

A escolha do melhor critério que mostre e avalie a performance de uma empresa, com confiabilidade, é um desafio para qualquer analista, pois existe uma infinidade de índices que podem ser utilizados por seus usuários (SOUZA; MACEDO, 2009).

Desse modo, a técnica de análise das demonstrações contábeis mede o desempenho empresarial com a finalidade de fornecer à parte estratégica das empresas, informações que facilitem na tomada de decisão (KREUZBERG; DOCKORN; HEIN, 2013). Inerente a isso, Antunes, Corrar e Kato (2004) explanam que o desenvolvimento econômico leva a uma grande procura de informações sobre as empresas nos mais variados setores da economia.

Assim, Breitenback, Alves e Diehl (2010) definem a análise econômico-financeira como sendo um conjugado de informações, que organizadas, formam um sistema de medida de desempenho. Se, por um lado, a informação for inerente a organização auxilia os gestores na tomada de decisão e no retorno das informações (*feedback*).

1.4 IPO *VERSUS* DESEMPENHO

A medição do desempenho da empresa é permanente e periódica, dependendo da operação a ser avaliada. E, para observar a evolução da empresa, é fundamental que essa avaliação seja realizada considerando-se o ambiente competitivo ao qual ela está inserida (MACEDO; SILVA, 2005). De acordo com Chahine *et al* (2012) o desempenho da IPO se mede pelo *underpricing* e pelo retorno anormal. Sendo assim, Almeida (2011) diz que em economias em desenvolvimento é mais provável que os retornos iniciais positivos sejam valores impostos pelos *underwriters*. Isso se deve a pouca quantidade de bancos emissores, sendo o investidor obrigado a contratar os serviços de determinado banco.

Nesse contexto, Li (2011) enumera três motivos para justificar o retorno anormal de ativos, dentre eles: os investidores supervalorizam as ações ou superestimam-nas, os equívocos de avaliação devem ser gerais e relacionados por meio de investidores e, por fim, os meios para encontrar os erros de avaliação são restritos.

Por outro lado, Carter *et al* (2011) diz que o momento, a liquidez e a assimetria de informações para os investidores são apontados como relevantes para explicar o retorno anormal da IPO. E, determinando que esse resultado é afetado pelo pior desempenho em empresas pequenas, já que elas são atingidas negativamente pelo sentimento do investidor, tendo uma performance ruim no longo prazo (COAKLEY; HADASS; WOOD, 2005; FERRARI; MINARDI, 2010).

Portanto, outro atributo em relação ao desempenho da IPO é que dependendo do período em que as ofertas acontecem, seja no mercado em constante variação ou mais estático, pode ser um fator determinante para a precificação dos ativos (SCHULTZ, 2003). Avelino (2013) também comenta sobre a subavaliação das ofertas iniciais de IPOs no Brasil e afirma que os valores apresentados nos prospectos de fechamento são muito superiores aos resultados encontrados.

2 METODOLOGIA

O período analisado em questão abrangeu todas as IPOs no Brasil no período de 2004 a 2012, perfazendo um total de 141 empresas. No entanto, devido à falta de algumas informações necessárias à pesquisa, algumas empresas foram excluídas, finalizando a amostra com 90 empresas. Os dados foram coletados para cada trimestre em cada empresa, sendo obtidos do software estatístico Economatica. Desse modo, o período estudado se inicia em 2004 devido ao *boom* que ocorreu no mercado de IPOs no momento entre 2004 a 2007 que foi desencadeado devido a modernização da microeconomia, com a reestruturação da Lei das Sociedades Anônimas em 2001 e da Lei que determinava os deveres e responsabilidades da CVM em 2002, e também pela alta liquidez internacional e pelo surgimento de diferentes níveis de governança corporativa pela BM&F Bovespa (ALDRIGHI *et al*, 2010). E, nos anos de 2007 e 2008 e com total força em 2009, os mercados internacionais foram atingidos pela crise financeira internacional.

2.1 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Para avaliar o desempenho econômico e financeiro das entidades, foram escolhidos os indicadores mais frequentes nos trabalhos acadêmicos nacionais (BONFIM, MACEDO e MARQUES, 2013). E, para a análise foram utilizados indicadores de liquidez, rentabilidade, estrutura de capital, retorno por ação, atividade, eficiência de ativos e endividamento.

Nesse aspecto, os indicadores de liquidez medem a capacidade de pagamento da empresa do curtíssimo prazo ao longo prazo, comparando-se o que será realizável ao que será exigido (MELO; ALMEIDA; SANTANA, 2012). Ou seja, medem a capacidade da empresa arcar com as suas obrigações financeiras. No estudo, utilizaram-se a liquidez corrente (LC), liquidez seca (LS) e liquidez geral (LG). Já os indicadores de rentabilidade analisam os resultados obtidos pela empresa em determinado período de tempo (CRUZ *et al*, 2008). E, foram utilizados o retorno sobre o ativo (ROA), margem bruta (MB) e a margem líquida (ML).

Com relação a estrutura de capital, é composta pelas fontes de financiamento, advindas dos proprietários ou de terceiros, pois todos têm expectativa de retornos extraordinários, além do que foi investido (CRUZ *et al*, 2008). Kuhl, Cherobim e Santos (2008) dizem que esses índices mostram como são formadas as fontes de recursos de uma entidade, viabilizando meios para avaliar o nível das obrigações financeiras presentes. Utilizou-se no estudo o ativo fixo sobre o patrimônio líquido (AFPL).

Para os índices de retorno por ação, empregou-se o lucro por ação (LPA), valor por ação (VPA) e as vendas por ação (VA). Logo, os índices de atividade abordados são: ciclo financeiro (CF) e ciclo operacional (CO). E, para medir a eficiência de ativos o capital de giro (CG), giro do ativo (GA), alavancagem financeira (AF) e investimento sobre o patrimônio líquido (IPL).

Finalmente, os índices de endividamento são utilizados para mostrar como os recursos de terceiros são utilizados e o quanto representam do capital próprio (KUHL, 2007). Os principais indicadores utilizados são dívida de capital próprio (DCP) e endividamento total sobre o ativo total (ETAT).

Em síntese, a Tabela 1 demonstra as variáveis utilizadas, bem como a frequência com que ocorreram nos trabalhos acadêmicos, totalizando 18 indicadores.

Tabela 1 - Nível de utilização das variáveis de acordo com os autores estudados

Variáveis	Nº	Variáveis	Nº	Variáveis	Nº
LG	11	AFPL	1	CG	0
LC	15	LPA	8	GA	10
LS	8	VA	2	AF	5
MB	5	CF	2	IPL	5
ML	15	CO	2	DCP	2
ROA	23	VA	0	ETAT	4

Fonte: Elaboração própria

2.2 HIPÓTESE DE PESQUISA

O retorno anormal é gerado pela diferença entre a expectativa de retorno (taxa de retorno esperada) e o retorno realizado efetivamente em dado período e é importante para evidenciar o desempenho da carteira de ativos em comparação ao mercado ou a um índice específico (INVESTOPEDIA, 2016). Por isso, Brav, Geczy e Gompers (2000) falam que testes de desempenho mostram que o retorno influencia no desempenho da IPO. Desse modo, a hipótese de pesquisa parte do pressuposto que a relação esperada entre o retorno anormal e o desempenho da empresa, é positiva, como descrito abaixo:

Hipótese (H_0): Existe uma relação positiva entre o retorno anormal e as variáveis econômico-financeiras.

2.3 MODELO EMPÍRICO

O retorno anormal das IPOs foi calculado pela média dos três primeiros dias a partir da data da abertura de capital, a fim de verificar se as estimativas de retorno são aproximadas, em termos percentuais. Em que, a variável dependente será o retorno anormal da ação que, de acordo com Araújo, Oliveira e Miranda (2013), foi obtido pela equação (1):

$$RA_t = \frac{PF_t - PA_{t-1}}{PA_{t-1}} \quad (1)$$

Onde:

RA_t = Retorno anormal no tempo “t”.

PF_t = Média do preço de fechamento da ação no tempo “t”.

PA_{t-1} = Média do preço da ação no tempo “t-1”.

Nesse aspecto, Silva e Famá (2011); Lin, Pukthuanthong e Walker (2013) calcularam os retornos na data do evento com base no valor de fechamento da ação e no valor esperado. Em seguida, a análise dos dados foi realizada com o auxílio de procedimentos estatísticos, verificando a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes (BISPO, 2010; BRANDÃO *et al.*, 2013). Para isso, utilizaram-se dados em painel pelo modelo de efeitos fixos por meio do software gretl. O modelo dar-se-á pela equação (2), que segue:

$$MG_t = \alpha + \beta_1 LG + \beta_2 LC + \beta_3 LS + \beta_4 MB + \beta_5 ML + \beta_6 ROA + \beta_7 AFPL + \beta_8 LPA + \beta_9 VPA + \beta_{10} CF + \beta_{11} CO + \beta_{12} VA + \beta_{13} CG + \beta_{14} GA + \beta_{15} AF + \beta_{16} IPL + \beta_{17} DCP + \beta_{18} ETAT + \varepsilon_t \quad (2)$$

Legenda:

MG = Modelo Geral

LG = Liquidez Geral

LC = Liquidez Corrente

LS = Liquidez Seca

MB = Margem Bruta

ML = Margem Líquida

ROA = Retorno Sobre o Ativo

AFPL = Ativo Fixo/PL

LPA = Lucro por Ação

VA = Valor por Ação

CF = Ciclo Financeiro

CO = Ciclo Operacional

VA = Vendas por Ação

CG = Capital de Giro

GA = Giro do Ativo

AF = Alavancagem Financeira

IPL = Investimento Sobre o PL

DCP = Dívida Sobre o Capital Próprio

ETAT = Endividamento Total/ Ativo Total

Para verificar as relações existentes, serão utilizados três modelos, agrupados em ordem decrescente conforme o grau de utilização pelos autores estudados, de acordo com a *Tabela 1*. Observando se o modelo com as variáveis mais utilizadas nos estudos captura melhor os resultados, evitando também a possível presença da heterocedasticidade. Portanto, cada modelo será composto por seis variáveis, como descrito abaixo:

$$M_1 = \alpha + \beta_6 ROA + \beta_2 LC + \beta_5 ML + \beta_1 LG + \beta_{14} GA + \beta_3 LS + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$M_2 = \alpha + \beta_4 MB + \beta_8 LPA + \beta_{15} AFPL + \beta_{16} IPL + \beta_{18} ETAT + \beta_9 VPA + \varepsilon_t \quad (4)$$

$$M_3 = \alpha + \beta_{10} CF + \beta_{11} CO + \beta_{17} DCP + \beta_7 AFPL + \beta_{12} VA + \beta_{13} CG + \varepsilon_t \quad (5)$$

Legenda:

M1 = Modelo 1

M2 = Modelo 2

M3 = Modelo 3

3 ANÁLISE DOS DADOS

Os resultados obtidos provenientes da verificação da relação do retorno anormal (RA_t) com as variáveis independentes são apresentados nas tabelas 2 e 3.

Tabela 2 - Avaliação de desempenho dos modelos (M_1), (M_2), (M_3) pelo modelo de efeitos fixos

Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3		
Variável	Coefficiente	P-valor	Variável	Coefficiente	P-valor	Variável	Coefficiente	P-valor
Constante	0,24	0,60	Constante	-0,68	0,01 **	Constante	-0,63	0,00 ***
ROA	-0,01	0,58	MB	0,00	0,51	CF	0,00	0,70
LC	-0,07	0,79	LPA	-0,95	0,11	CO	0,00	0,92
ML	0,00	0,85	AF	0,01	0,12	DCP	0,01	0,01 **
LG	0,15	0,35	IPL	0,02	0,19	AF	-0,01	0,33
GA	-0,08	0,89	ETAT	0,01	0,28	VA	0,00	0,00 ***
LS	-0,08	0,78	VPA	0,01	0,78	CG	0,00	0,12
R ²		11,01%	R ²		16,42%	R ²		12,01%
R ² ajustado		-2,68%	R ² ajustado		3,39%	R ² ajustado		-1,52%
Durbin-Watson		2,09	Durbin-Watson		2,2	Durbin-Watson		2,01
P-valor (F)		0,65	P-valor (F)		0,26	P-valor (F)		0,56

Fonte: Dados da pesquisa.

* Significância 1%, ** Significância 5%, *** Significância 10%.

Nos resultados obtidos para o Modelo M_1 as variáveis não apresentaram significância estatística, e, também, excetuando o índice de liquidez geral (LG), todos os coeficientes foram negativos. Pode-se verificar que os níveis de relevância não são significativos, ou seja, o retorno anormal não explica as variáveis do modelo M_1 com significância. E, tal resultado pode ter sido ocasionado em função de muitos indicadores apresentarem multicolinearidade. Portanto, não é possível afirmar se existe uma correlação confiável (CARVALHO *et al.*, 2010).

Por conseguinte, no Modelo M_2 as variáveis se apresentaram mais positivas, apenas sendo negativo o LPA, que pode ter sido ocasionado por um período ruim de mercado, obtendo uma correlação negativa muito alta (KUHL, 2007 apud COLLINS; HUSSEY, 2005, p. 225; KUHL; CHEROBIM; SANTOS, 2008). De forma geral, o modelo não apresentou significância estatística, não sendo um resultado satisfatório. Portanto, a correlação é considerada baixa (KUHL, 2007 apud COLLINS; HUSSEY, 2005, p. 225; KUHL; CHEROBIM; SANTOS, 2008).

Do mesmo modo, o Modelo M_3 não retornou resultados relevantes. Visto que os valores foram nulos ou aproximados de zero, indicando a presença de uma correlação nula, quando os valores são iguais a zero, e baixa, quando estão entre 0,01 e 0,39 (KUHL, 2007 apud COLLINS; HUSSEY, 2005, p. 225; KUHL; CHEROBIM; SANTOS, 2008). O único valor negativo observado foi a alavancagem financeira (AF). No entanto, a dívida de capital próprio (DCP) e as vendas por ação (VA) obtiveram graus de significância entre 5% e 10%, respectivamente, demonstrando relevância. Por fim, para os três modelos, a partir do teste de Wald, pode-se verificar a homogeneidade das variâncias.

Tabela 3 - Avaliação de desempenho de (MG_t) pelo modelo de efeitos fixos

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-t	P-valor
Constante	2,71	2,12	1,28	0,21
LG	0,04	0,12	0,38	0,70
LC	0,18	0,49	0,37	0,71
LS	-0,24	0,53	-0,44	0,66
MB	0,02	0,01	1,14	0,26
ML	0,00	0,00	-0,10	0,92
ROA	0,01	0,03	0,38	0,70
AFPL	0,01	0,01	1,42	0,16
LPA	-1,51	0,63	-2,39	0,02 **
VPA	0,01	0,04	0,15	0,88
CF	0,00	0,01	-0,32	0,75
CO	0,00	0,01	0,34	0,75
VA	0,01	0,01	0,84	0,40
CG	0,00	0,00	1,73	0,09 *
GA	0,28	0,35	0,81	0,42
AF	-0,01	0,01	-0,44	0,66
IPL	0,03	0,02	1,59	0,12
DCP	0,01	0,01	1,80	0,08 *
ETAT	0,01	0,02	0,58	0,56
R ²				24,55%
R ² ajustado				-10,09%
Durbin-Watson				2,16
P-valor (F)				0,84

Fonte: dados da pesquisa.

* Significância 1%, ** Significância 5%, *** Significância 10%.

Na Tabela 3 é descrita a avaliação do modelo MG_t das empresas por meio de dados em painel pelo modelo de efeitos fixos. Para os índices de liquidez, os valores encontrados foram de 0,04; 0,18 e 0,24, respectivamente, demonstrando que existe uma relação positiva com o retorno anormal, porém não significativa. De acordo com os resultados, pode-se verificar que as variáveis LPA, CG e DCP possuem uma relação significativa com a variável dependente. E, o teste de Wald para heterocedasticidade resultou em não rejeição da hipótese nula, pois as unidades possuem a mesma variância de erro.

Tabela 4 - Avaliação de desempenho do modelo (MG_t) – Estatísticas Descritivas

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
LG	3,16	1,70	7,68	0,20	70,60
LC	4,70	3,20	7,71	0,50	69,50
LS	4,18	2,60	7,63	0,30	69,50
MB	35,80	35,6	39,65	-288,9	95,30
ML	-83,36	0,90	711,48	-6728	173,50
ROA	1,98	0,30	8,15	-14,2	56,10

AFPL	82,63	25,00	402,54	0,00	3854,30
LPA	0,33	0,03	2,26	-2,91	20,83
VPA	6,12	5,05	4,86	0,09	26,62
CF	156,98	63,6	312,54	-723	1238,4
CO	235,94	113,6	297,98	0,00	1238,4
VA	11,16	2,58	51,94	0,00	492,43
CG	466514	375442	454046	-282694	2410950
GA	0,42	0,30	0,46	0,00	2,20
AF	1,10	1,30	15,6	-125	68,70
IPL	6,13	0,05	16,12	0,00	92,90
DCP	45,04	34,6	31,96	1,70	100
ETAT	41,72	42,5	19,47	1,30	98,30
RET	0,02	0,22	2,95	-23,70	4,39

Fonte: Dados da pesquisa.

Na tabela 4 observa-se que a média da margem líquida (ML) foi negativa, no entanto, a mediana foi positiva, o que nos leva a crer que esse índice negativo pode ter sido ocasionado por algumas empresas que obtiveram retornos muito abaixo do esperado, identificou-se resultados entre -6.728 e 173,50 que podem ter influenciado no resultado final.

Levando em consideração a variável mais utilizada em estudos, a rentabilidade do ativo (ROA), verificou-se que seu desempenho médio foi de 1,98%. Já nos estudos de Albuquerque, Carvalho e Bonízio (2007) foi de 10,23%. Fernandes, Dias e Cunha (2010) identificaram nos anos 2006, 2007 e 2008 que a maior parte das empresas listadas apresentou ROA considerado baixo até 8%, de acordo com os parâmetros estabelecidos por eles. Maia, Cardoso e Rebouças (2012), chegaram ao valor médio de -34,43%; em 2010. Possivelmente, essa divergência de valor foi ocasionada pelo tamanho da série temporal estudada, já que foram encontrados valores que variavam entre 56,10% a -14,20%.

Para o lucro por ação (LPA) a média encontrada foi de 0,33 e a mediana 0,03, sugerindo que muitas empresas obtiveram baixos retornos, refletindo diretamente no resultado final. Constatou-se que o maior valor do LPA foi 20,83 e o segundo maior foi 2,60; já o menor valor foi de -1,21; o que confirma a suposição. O índice de liquidez corrente (LC), especificamente, foi estudado por Maia, Cardoso e Rebouças (2012) e foi identificado no ano de 2010 uma média de 2,26 e mediana igual a 1,48; no referido estudo foram obtidos os valores 4,70 e 3,20, respectivamente; evidenciando que o tamanho da amostra influencia no resultado.

Em relação a liquidez geral (LG), de acordo com Melo, Almeida e Santana (2012) em 2010 obteve a média de 0,72. O retorno anormal (RET) foi calculado, em média, 0,02%, um retorno baixo. No entanto, identificou-se na data de IPO o maior índice de 4,39% e o menor -23,70%, ocasionando uma assimetria de média e fazendo o valor da média final ser baixo (OLIVEIRA, 2013). Nesse sentido, diante da multicolinearidade detectada entre as variáveis, foi elaborado um modelo ajustado (MA_j), com a exclusão destas variáveis, seus resultados estão descritos na tabela 5.

Tabela 5 - Avaliação de desempenho do (MA_j) pelo modelo de efeitos fixos

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-t	P-valor
Constante	1,53	1,21	1,26	0,21
LS	-0,04	0,01	-3,01	0,00 ***
MB	0,00	0,00	2,22	0,03 **
CG	0,00	0,00	2,30	0,02 **
IPL	0,02	0,01	2,00	0,05 **
R^2				4,62%
R^2 ajustado				-10,24%
Durbin-Watson				1,94
P-valor (F)				0,99

Fonte: Dados da pesquisa.

* Significância 1%, ** Significância 5%, *** Significância 10%.

Diante dos resultados apresentados na tabela 5 pode-se verificar que as variáveis liquidez seca (LS), margem bruta (MB), capital de giro (CG) e investimento sobre o patrimônio líquido (IPL) conseguem explicar o retorno anormal no grau de 4,62%. Dessa maneira, Oliveira (2013) calculou o R^2 e concluiu que percentuais de retorno anormal abaixo de 20% são normais para dados dessa natureza. E, observou-se também que todas as variáveis apresentaram significância estatística com a variável explicada, retorno anormal, corroborando com a não rejeição da hipótese (H_0).

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No estudo procurou-se verificar a relação entre o retorno anormal com as variáveis relacionadas ao desempenho econômico e financeiro das IPOs no Brasil no período compreendido entre 2004 a 2012. Assim, na análise dos dados pelo modelo de efeitos fixos nos três modelos, os valores encontrados para o coeficiente de determinação foram: (M_1) = 11,01%, (M_2) = 16,42% e (M_3) = 12,01%, (MG_t) = 24,55% e, com isso, algumas variáveis conseguiram explicar o retorno anormal. Pois, o coeficiente de determinação (R^2) mostra o quanto da variância de uma das variáveis, em termos percentuais, explica outra variável. Girão, Machado e Callado (2013) afirmaram que quanto maior o R^2 , melhor o modelo. Dessa forma, como os valores de R^2 não foram tão relevantes, os modelos não são adequados para preverem os valores (FÁVERO, 2013).

Contudo, os resultados encontrados por meio do modelo ajustado MA_j , com a exclusão das variáveis com multicolinearidade, foram mais satisfatórios, pois quatro variáveis conseguiram explicar o retorno com o percentual de 4,62% e com significância estatística entre 5% e 10%. Desse modo, todos esses modelos conseguiram explicar o retorno anormal da IPO nos primeiros dias do lançamento da oferta, todavia nem todos obtiveram um grau satisfatório de explicação e tampouco se mostraram significativos.

E, dentre as limitações observadas durante a execução do trabalho, observou-se a falta de artigos publicados nacionalmente, comparando-se com a grande variedade de artigos publicados internacionalmente e a insuficiência ou indisponibilidade dos dados observados. Por fim, para pesquisas futuras sugere-se analisar os dados pelo método da análise fatorial, pois muitos autores o utilizaram, e observar outras variáveis, estudando um período maior e trabalhando as variáveis de acordo com outros critérios.

REFERÊNCIAS

- ALBANO, C. D. **Um Estudo de Caso da Abertura de Capital no Brasil: O IPO da América Latina Logística – ALL**. 2006. 105p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro, 2006.
- ALBUQUERQUE, A. A.; CARVALHO, F. L.; BONÍZIO, R. C. **Um Estudo sobre a Relação da Qualidade e o Desempenho Financeiro**. XXXI EnANPAD. Rio de Janeiro, 2007.
- ALDRIGHI, D. M. *et al.* **As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho**. ANPEC – Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia, 2010.
- ALMEIDA, V. S. Underwriter Reputation in Brazilian IPOs. **Latin American Business Review**, v. 12, n. 4, p. 255-280, dez. 2011.
- ANTUNES, M. T. P.; CORRAR, L. J.; KATO, H. T. A eficiência das informações divulgadas em “melhores & maiores da revista Exame para a previsão de desempenho de empresas”. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, Edição Especial, p. 41 - 50, 30 junho 2004.
- ARAÚJO, J. P.; OLIVEIRA, M. R. G.; MIRANDA, M. W. O. **Análise da influência do Private Equity e Venture Capital (PE/VC) nas ações das organizações que realizaram IPOs como forma de desinvestimento**. XVI SemeAd, 2013.
- AVELINO, R. R. G. The Underpricing of Brazilian IPOs and the Adjustment to Public and Private Information. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 67, n. 1, p. 3–23, Jan-Mar. 2013.
- BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality at initial public offerings. **Journal of Accounting and Economics**, 2008.
- BISPO, O. N. A. **Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade), Faculdade de Ciências Econômicas das UFMG, 2010.
- BOMFIM, L. P. M.; SANTOS, C. M.; PIMENTA JUNIOR, T. Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. **Revista de Administração**, São Paulo, v.42, n.4, p.524-534, out./nov./dez., 2007.
- BOMFIM, P. R. C. M.; MACEDO, M. A. S.; MARQUES, J. A. V. C. Indicadores financeiros e operacionais para a avaliação de desempenho de empresas do setor de petróleo e gás. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 1, 2013.



BOSSOLANI, T. **IPO e o desempenho das empresas**. 2009. 58p. Dissertação (Mestrado em economia) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.

BOVESPA. O que são *Underwriters*? Disponível em: <<http://www.bovesba.com.br/gu.asp>>. Acesso em 02/11/2013.

BOVESPA. Como as ações podem ser ofertadas pelas companhias?. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/liquidez/para-empresas-fechadas/acoes.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 22/10/2013.

BRANDÃO, I. F. *et al.* **Disclosure de Guidance e características das companhias listadas na Bm&FBovespa**. VII Congresso AnpCont, Fortaleza – CE, 2013.

BRAV, A.; GECZY, C.; GOMPERS, P. A. Is the abnormal return following equity issuances anomalous?. **Journal of Financial Economics**, v. 56, n. 2, p. 209-249, 2000.

BREITENBACH, M.; ALVES, T. W.; DIEHL, C. A. Indicadores Financeiros Aplicados à Gestão de Instituições de Ensino de Educação Básica. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 21, n. 3, p. 167-203, jul./set. 2010, ISSN 0103-734X.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 43, p. 9 – 19, Jan./Abr. 2007.

CARTER, R. B. *et al.* Characterizing the Risk of IPO Long-Run Returns: The Impact of Momentum, Liquidity, Skewness, and Investment. **Financial Management**, v. 40, n. 4, p. 1067-1086, 2011.

CARVALHO, F. L. *et al.* Identificação de indicadores contábeis relevantes para previsão e projeção de rentabilidade. **REPeC - Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 4, n. 3, art. 5, p. 94-110, set/dez. 2010.

CHAHINE, S. *et al.* The effects of venture capital syndicate diversity on earnings management and performance of IPOs in the US and UK: An institutional perspective. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 179-192, 2012.

CHEN, H. L.; CHOW, E. H. The impact of investor base on the costs of capital for IPOs. **Journal of Multinational Financial Management**, 2011. Disponível em: <www.elsevier.com/locate/econbase>.

COAKLEY, J.; HADASS, L.; WOOD, A. **Hot IPOs Can Damage your Long-Run Wealth!**. University of Essex, UK, 2005.



CRUZ, A. P. C *et al.* **Alavancagem Financeira e Rentabilidade: uma discussão sobre o comportamento de empresas do sul do Brasil à luz das teorias financeiras.** In: Congresso Brasileiro de Contabilidade, Gramado – RS, 2008.

ELLER, E. P. **Análise do desempenho de longo prazo dos IPOs de empresas com participação prévia de fundos de *Private Equity Venture Capital* de 2004 a 2011 na BM&FBovespa.** 2012. 48p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR – Brazilian Business Review**, FUCAPE Business School, Vitória – ES, v. 10, n. 1, p. 131-156, jan.-mar., 2013.

FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. **Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBovespa.** XIII SemeAd, 2010.

FERRARI, G. L.; MINARDI, A. M. A. F. **O desempenho de ofertas públicas iniciais de empresas brasileiras financiadas por fundos de private equity.** Instituto de Ensino e Pesquisa, Insper Working Paper WPE: 224/2010, São Paulo, 2010.

FERREIRA JUNIOR, A. N.; SILVA, T. B. J.; LIMA FILHO, R. N. A influência da contabilidade gerencial no desempenho econômico-financeiro das empresas de cerâmica vermelha de senhor do bonfim – BA¹. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, Salvador, v. 1, n. 1, p. 72-85, jan./dez., 2011.

FORTES, P. C. B.; SILVEIRA, R. L. F.; BACIC, M. J. **Desempenho das empresas após IPO: Análise da importância dos fundos de *Private Equity*.** XV SemeAd. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2013.

GIRÃO, L. F. A. P.; MACHADO, M. A. V.; CALLADO, A. L. C. Análise dos Fatores que Impactam o MVA das Companhias Abertas Brasileiras: Será o EVA® mais *Value Relevant* que os Indicadores de Desempenho Tradicionais? **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 2, mai/ago, 2013.

INVESTOPEDIA. **IPO Basics: What Is An IPO?**. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/university/ipo/ipo.asp>>. Acesso em: 19/08/2016.

INVESTOPEDIA. **What is an abnormal return?** Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/a/abnormalreturn.asp>>. Acesso em 15/12/2016.

KREUZBERG, F.; DOCKHORN, M.; HEIN, N. **Ranqueamento das instituições financeiras listadas na BM&FBovespa: uma análise pelo método displaced ideal modificado com indicadores econômico-financeiros.** XXIV ENANGRAD, Florianópolis, 2013.



KUHL, M. R. **O mercado de capitais reflete no preço das ações o desempenho empresarial medido por indicadores contábeis?**.2007. 152p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná (UFPR). Curitiba – PR, 2007.

KUHL, M. R.; CHEROBIM, A. P. M.; SANTOS, A. R. Contabilidade gerencial e mercado de capitais: o preço das ações em mercado é melhor explicado por indicadores internos da empresa ou por indicadores externos?. **Revista Capital Científico do Setor de Ciências Sociais Aplicadas**, Guarapuava – PR, v. 6, n. 1, p. 145-164, jan./dez. 2008.

LEITE, T. Adverse selection, public information, and underpricing in IPOs. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, p. 813-828, 2007.

LI, X. Behavioral theories and the pricing of IPOs' discretionary current accruals. **Rev Quant FinanAcc**, v. 37, n. 1, p. 87-104, jul. 2011.

LIN, H. L.; PUKTHUANHONG, K.; WALKER, T. J. An international look at the lawsuit avoidance hypothesis of IPO underpricing. **Journal of Corporate Finance**, v.19, n. 13, 2013.

MACEDO, M. Á. S.; SILVA, F. F. Análise de desempenho organizacional: propondo uma modelagem utilizando indicadores financeiros e não financeiros na avaliação de performance empresarial. **Revista Alcance – UNIVALI**, v. 12, n. 2, p. 211 – 231, Maio/ Ago. 2005.

MAIA, A. B. G. R.; CARDOSO, V. I. C. C.; REBOUÇAS, S. M. D. P. **Principais indicadores para avaliação de desempenho financeiro de curto prazo das companhias brasileiras**. XV SemeAd, 2012.

MELLO, H. R. *et al.* **Efeitos da Abertura de Capital nas Empresas: uma análise fundamentada em índices contábil-financeiros**. XIII SemeAd, Universidade de São Paulo - USP, 2010.

MELO, E. C.; ALMEIDA, F. M.; SANTANA, G. A. S. Índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e desempenho financeiro das empresas do setor de papel e celulose. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, v. 4, n.3, p. 95-112, set./dez. 2012, ISSN 1984-6266.

OLIVEIRA; K. P. S. **Assimetria Informacional, qualidade da informação contábil e a governança corporativa: características institucionais e organizacionais no mercado de capitais brasileiro**. 2013. 50p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Interregional de Pós Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN, 2013.

PORTELA, S. S.; NUNES, J. G. **Um estudo comparativo entre o valor de ação das empresas estimado pelo modelo de Ohlson Aeg, o preço da ação na oferta pública inicial e o valor de mercado das ações**. ANPCont, 2008.



REZENDE, I. C. C. *et al.* Análise da performance empresarial da PETROBRAS: um estudo sob o enfoque dos indicadores econômico-financeiros. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 2, n. 1, p. 54 – 69, jan./jun. 2010.

RODRIGUES, L. F. **Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas**: Análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012. 2013. 101p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Interregional de Pós Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN, 2013.

ROOSENBOOM, P.; GOOT, T. V. D; MERTENS, G. Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands. **The International Journal Of Accounting**. University of Illinois, 2003.

SAMPAIO, M. **A Importância da Inovação no Desempenho dos Processos de Abertura de Capital (IPO) ocorridos no Brasil na última década**. XIV SemeAd, 2011.

SATURNINO, O. *et al.* **Initial Public Offer of stocks in Brazil: an analysis of returns from stocks with low Price/earnings ratio**. CLAIO & SBPO, Rio de Janeiro - RJ, 2012. Disponível em: <<http://mpr.ub.uni-muenchen.de/48106/>>.

SCHULTZ, P. H. Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. **Journal of Finance**, v. 58, pp. 483-518, abril 2003.

SILVA, J. M. A.; FAMÁ, R. Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 46, n. 2, p.178-190, abr./maio/jun. 2011.

SOUZA, M. V. **Initial Public Offering - IPO x Retorno: Uma investigação empírica nas empresas do setor de energia elétrica**. 2009. 120p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Interregional de Pós Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN, 2009.

SOUZA, M. F. A.; MACEDO, M. A. S. Análise de desempenho contábil-financeiro no setor bancário brasileiro por meio da aplicação da análise envoltória de dados (DEA). **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo – RS, v. 6, n. 2, p. 81-100, mai./ago. 2009.

SOUZA, A. A. *et al.* **Uma análise financeira dos hospitais brasileiros entre os anos de 2006 a 2011**. AnpCONT. Fortaleza – CE, 2012.

STEFFEN, H. C.; ZANINI, F. A. M. Abertura de capital no Brasil: Percepções de executivos financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 23, n.59, p. 102-115, maio/ago. 2012.



TESTA, C. H. R.; LIMA, G. A. S. F.; SECURATO, J. R. **O desempenho de longo prazo dos IPOs: Evidências de empresas investidas por fundos de *private equity* e *venture capital*.** XVI SemeAd, 2013. São Paulo - SP.