

ÁREA TEMÁTICA: Finanças

Efeitos da Abertura de Capital nas Empresas: uma análise fundamentada em índices contábil-financeiros

AUTORES

HELIO RIEGER DE MELLO

Universidade de São Paulo

heliormello@hotmail.com

ANTÔNIO CARLOS CINTRA DO AMARAL FILHO

Universidade de São Paulo

antoniocaf@usp.br

MARCELO ALVARO DA SILVA MACEDO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

malvaro.facc.ufrj@gmail.com

LUIZ JOÃO CORRAR

Universidade de São Paulo

ljcorrar@usp.br

Uma das formas das empresas obterem recursos é por meio da abertura de capital, ou seja, da subscrição pública de ações no mercado primário ou *Initial Public Offering* (IPO). Neste contexto, vários estudos têm sido realizados no sentido de identificar se a abertura de capital através do IPO é benéfica para os sócios, investidores e para a economia. Neste sentido, esta pesquisa avaliou a evolução de alguns indicadores contábil-financeiros das empresas que efetuaram o IPO na BM&F-Bovespa no período de 2004 a 2007, testando diferenças existentes entre as médias dos indicadores de retorno, margem, estrutura, liquidez e atividade nos períodos antes e depois do IPO. Os resultados dos índices de dependência financeira, variação da receita líquida e liquidez corrente e geral apresentaram melhoras significativas; já a margem líquida e o giro do imobilizado não sofreram alteração significativa; e, finalmente, a rentabilidade reduziu-se fortemente. Logo, na amostra analisada os IPOs apontam para a possibilidade de crescimento das vendas, bem como indicam uma possível quitação de compromissos com terceiros. Além disso, a redução da rentabilidade pode estar sendo fortemente afetada pela crise econômica de 2008, já que pouco mais de metade das empresas analisadas efetuaram seu IPO no ano de 2007.

Abertura de Capital; IPO; Índices Contábil-Financeiros.

The companies can obtain funds through the IPO (Initial Public Offering) or the public subscription in the primary market. In this context, several studies have been conducted to identify if the opening of capital through the IPO is beneficial for shareholders, investors and the economy. Therefore, this study investigated the evolution of some accounting and financial indicators of firms who have run the IPO on the BM&F-Bovespa in the period 2004-2007, testing differences between the averages of the return, margins, debt, liquidity and activity indicators in periods before and after IPO. The results of financial dependence, variation of net revenues, current ratio and general liquidity showed significant improvements; already the net profit margin and total asset turnover did not change

significantly; and, finally, profitability declined sharply. So, the IPOs in the sample show to the possibility of increasing sales and indicate a possible discharge of commitments with third parties. Furthermore, the reduction in profitability may still be strongly affected by the economic crisis of 2008, since just over half of companies surveyed ran its IPO in 2007. Subscription in the Primary Market; IPO; Accounting and Financial Indicators.

1. INTRODUÇÃO

Um dos instrumentos de captação do mercado de capitais é a ação que pode ser negociada no mercado primário e secundário. O mercado primário é onde ocorre o lançamento de novas ações, com conseqüente obtenção de novos recursos, enquanto o mercado secundário compreende as negociações posteriores ao lançamento das ações, não caracterizando dessa forma a geração de novos recursos para as empresas, mas apenas uma transferência entre os novos investidores e os acionistas.

Uma empresa pode funcionar sem ter suas ações negociadas. Entretanto, se desejar captar recursos no mercado de capitais, pode abrir o seu capital através de uma oferta ou subscrição pública, autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, junto ao público investidor. Essa oferta inicial aos investidores do mercado de capitais também é conhecida como *Initial Public Offering* (IPO).

Há cerca de 50 anos, são realizados estudos sobre a melhor forma de uma empresa estruturar seu capital, analisando qual a melhor distribuição dos seus financiamentos entre capital de terceiros ou dos sócios. Estes estudos, de maneira geral, mostram que as empresas devem ponderar todas as vantagens e desvantagens de realizarem o IPO, pois há peculiaridades presentes em cada empresa que podem definir o sucesso ou fracasso desse processo.

Neste sentido, este estudo tem como problema de pesquisa a análise dos impactos nos indicadores contábil-financeiros dos processos de IPO. Sendo assim, esse artigo tem como objetivo analisar as diferenças existentes nos índices contábil-financeiros antes e depois de um IPO, para empresas no Brasil que realizaram o mesmo no período de 2004 a 2007. Para tanto, analisa-se o impacto nos indicadores de retorno, margem, estrutura, liquidez e atividade de 62 empresas com dados disponíveis para o período de análise. Logo, as principais questões de pesquisa são:

- Existe diferença significativa nestes indicadores contábil-financeiro para os períodos anterior e posterior ao IPO?
- Se existe diferença estatisticamente significativa, o que esta diferença mostra? Os indicadores melhoram ou pioram depois do IPO?

2. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

De acordo com Gasparetto (2004), a Contabilidade é um importante provedor de informações para a avaliação do desempenho organizacional. Isso porque, a avaliação do desempenho da empresa é, de modo macro, a finalidade gerencial das informações que a Contabilidade fornece.

Segundo Marques (2004) e Iudícibus (2008) a Contabilidade, através de suas demonstrações, pode ser considerada como uma das mais importantes linguagens dos negócios e uma das principais fontes de dados utilizadas para fins de avaliação de desempenho das empresas, porém sua utilização carece de um entendimento de suas limitações de uso no processo decisório.

Para Matarazzo (2003), Iudícibus (2008) e Assaf Neto (2007) as demonstrações contábeis fornecem informações úteis e compreensíveis a respeito do passado para ajudar a seus usuários a fazer previsões e tomar decisões relativas à situação econômico-financeira futura do negócio. Isso é feito através da análise contábil-financeira, que se utiliza para este fim de uma série de índices calculados a partir de relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações contábeis.

Segundo Gasparetto (2004), apesar de mostrarem apenas parcialmente o desempenho, os indicadores contábil-financeiros têm revelado incontestável importância nessa tarefa. Neste sentido, Brito e Vasconcelos (2005) destacam que os indicadores contábil-financeiros acabam

sendo usados, uma vez que estão disponíveis e são comparáveis, mesmo com a restrição de se ter apenas uma dimensão limitada de desempenho sendo mensurada.

Gasparetto (2004) complementa ressaltando que os indicadores contábil-financeiros sozinhos são insuficientes, mas eles constituem um importante parâmetro (ou perspectiva) para a avaliação do desempenho organizacional, e a Contabilidade é responsável pelo provimento das informações necessárias para que esses indicadores sejam mensurados de tal forma que sejam confiáveis.

Apesar da indiscutível importância dos aspectos não-financeiros na análise e avaliação do desempenho organizacional, o que se percebe é que ainda se tem na análise contábil-financeira o foco principal de muitos estudos. De acordo com Omaki (2005), apesar das limitações, o uso de medidas de desempenho contábil-financeiro ainda é o procedimento mais comum e sobre o qual existem inúmeros estudos comprovando sua validade, ao menos como um estimador razoável do desempenho organizacional.

Porém, Matarazzo (2003), Marques (2004) e Assaf Neto (2007) destacam que apesar de ser fonte de informações necessárias a qualquer abordagem de análise de desempenho organizacional, a principal preocupação da análise contábil-financeira é fornecer uma avaliação genérica sobre diferentes aspectos da empresa em análise, todos vistos sob a ótica econômico-financeira, sem descer a um nível maior de profundidade, que só seria alcançada com a inclusão de outras informações estratégicas da organização em análise.

3. ESTRUTURA DE CAPITAL E DECISÃO DE ABERTURA DO CAPITAL

Segundo Assaf Neto (2006) e Barbosa Neto (2008), o mercado financeiro é uma das áreas que mais evoluiu e atualmente é muito complexo, sendo segmentado em algumas áreas como os mercados monetário, de crédito, de câmbio e de capitais.

No dicionário de finanças da BM&F-Bovespa tem-se que no mercado de capitais são efetuadas as operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários com a intermediação obrigatória de instituições financeiras, movimentando recursos financeiros de longo prazo ou até perpétuos.

De acordo com Assaf Neto (2006), o mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento.

Nobrega *et al* (2000) também destacam a relevância desse mercado para o desenvolvimento do Brasil, ressaltando que o mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permite a diluição do risco de novos investimentos. Constitui, ainda, um incentivo à inovação, uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico. O mercado acionário promove a democratização e a socialização do capital e pulveriza a propriedade das empresas entre pequenos poupadores, diretamente ou através de fundos mútuos e fundos de pensão.

Segundo Assaf Neto (2006), outra classificação do mercado financeiro envolve o momento da negociação do título no mercado. O lançamento de um novo ativo financeiro ocorre no mercado primário; essencialmente, todo ativo financeiro é colocado no mercado (negociado pela primeira vez) por meio do mercado primário. Negociações posteriores, em Bolsa de Valores ou em Mercado de Balcão, envolvendo compras e vendas de títulos já lançados entre investidores, são realizadas no mercado secundário.

De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999) e Iudícibus (2009), o balanço patrimonial demonstra os investimentos e financiamentos da empresa em uma determinada data. Os investimentos são as aplicações ou os ativos que a empresa utiliza com o propósito

de geração de benefícios presentes e futuros. Os financiamentos representam os fundos para a manutenção do ativo, que podem ser de terceiros (passivo exigível) ou dos próprio/sócios (patrimônio líquido). Dessa forma, a estrutura de capital de uma entidade é exclusivamente composta pelos financiamentos realizados com terceiros (passivo circulante mais não circulante) e com os acionistas ou sócios (patrimônio líquido).

Essa composição é que dará suporte às atividades da empresa (ativo) e será consequentemente distribuída pelos gestores, entre capital de terceiros ou próprios, através de uma análise de risco, retorno e valor (BOMFIM *et al*, 2008).

Assaf Neto (2007) ressalta que o capital de terceiros, de médio e longo prazo, é, normalmente, mais barato que o capital próprio, pois os credores possuem risco menor. Isso ocorre basicamente em função de três fatores. Primeiro, da preferência na quitação da dívida concedida aos credores em relação aos acionistas. Segundo, da certeza no prazo de quitação da dívida que é fornecida ao credor. Terceiro, pela economia fiscal que decorre da permissão na dedução das despesas financeiras do empréstimo, enquanto o pagamento dos dividendos aos acionistas não é dedutível e os juros sobre capital próprio são parcialmente dedutíveis (Lei 9249/95).

De acordo com Brito *et al* (2007) e Bomfim *et al* (2008), os estudos de finanças sobre a melhor forma de financiamento de uma empresa são extensos e antigos, mas ainda não são conclusivos, apesar de algumas teorias não possuírem muitos adeptos atualmente.

Ainda para Brito *et al* (2007), Bomfim *et al* (2008) e Bossolani (2009), as principais teorias de finanças estudadas consideram que a forma como as origens do capital respaldam as suas aplicações (ativo) influenciam no valor da empresa, ou seja, de acordo com a calibragem dos financiamentos, os administradores podem influenciar no valor da empresa, que seria máximo numa estrutura de capital ótima.

Entretanto, Modigliani e Miller (1958) contestaram essa estrutura ótima de capital baseados no fato de que as finanças apenas facilitaríamos os investimentos, mas não agregariam valor à empresa. Isso seria influenciado por aspectos econômicos como produtividade, tecnologia, demanda, etc.

Com o passar do tempo, novas variáveis - como custos de agência e assimetria de informações - foram inseridas nos modelos estudados, permitindo o desenvolvimento de novas teorias.

Myers (1984) defendeu duas teorias relacionadas à definição da estrutura de capital das empresas: a *trade-off* e a *pecking order*. A primeira prevê uma estrutura de capital que considera duas questões antagônicas, uma positiva e outra negativa, que seriam os benefícios fiscais da dívida com terceiros e o custo de falência. Esse benefício seria a dedutibilidade total das despesas financeiras da dívida, enquanto o capital próprio é parcial, conforme já explicado. Mas o ônus seria uma maior exposição à inadimplência, pois as dívidas com terceiros têm prazo definido, enquanto com os sócios não, incorrendo assim num maior custo de falência. Com isso, a utilização do capital de terceiros gera dois efeitos opostos que devem ser conjugados com o capital próprio de forma a buscar uma estrutura de capital ótima.

Já a *pecking order theory*, continua Myers (1984), assume o pressuposto de que a composição do passivo total (capital de terceiros e próprios) obedece à seguinte ordem de importância: 1) financiamento através da retenção de lucros; 2) parcimônia na distribuição de dividendos calcada num retorno do investimento superior ao mercado; 3) dívidas com terceiros; e 4) aumento do capital próprio através de ações. Essa prioridade no capital próprio (lucros retidos) é em função da assimetria da informação presente no capital de terceiros e também na emissão de novas ações. Dessa forma, essa teoria valoriza a rentabilidade, pois entende que empresas mais lucrativas teriam mais recursos para reinvestir e, assim, não necessitariam recorrer a fontes externas de financiamento. Com isso, empresas mais rentáveis poderiam necessitar de menos recursos no caso de um IPO.

A decisão de uma empresa abrir seu capital através de um IPO deve ser analisada com cautela, pois apesar de muitas vantagens, os custos são elevados. De acordo com Bossolani (2009), existem alguns estímulos para a abertura de capital. Um deles é a possibilidade da empresa crescer através da ampliação dos recursos obtidos no atual processo produtivo. Os outros são a possibilidade de diversificação dos negócios e o crescimento pela aquisição de outras empresas. Estes estímulos ocorrem por conta basicamente da necessidade de ganho de escala das operações, da diluição dos riscos e da redução da concorrência.

Outro motivo importante, sob a ótica dos sócios anteriores à abertura de capital, é a oportunidade de obterem um bom preço de venda de suas ações no IPO em função de um momento de valorização da empresa ou do mercado acionário. Barbosa Neto (2008) ressalta este aspecto considerando que ao trocar a situação de baixíssima liquidez antes da emissão pela situação de liquidez após a oferta, os atuais proprietários conseguem valorizações expressivas em seus ativos, as quais dificilmente seriam possíveis se optassem por uma negociação privada dos mesmos.

De acordo com BM&F-Bovespa (2009) e Bomfim *et al* (2008), cabe destacar que haverá uma redução nos riscos financeiros da empresa, por que os recursos dos novos sócios não têm prazo de resgate e os rendimentos a serem pagos não são predefinidos, pois dependem do desempenho da companhia. Concomitantemente, será possível uma redução no custo de endividamento através da quitação antecipada de financiamentos obtidos a taxas superiores ao retorno do investimento.

Também é importante destacar algumas desvantagens desse processo que devem ser analisados com critério para que a decisão da empresa seja acertada e não acarrete em prejuízo ou até na falência da mesma.

A BM&F-Bovespa (2009) ressalta que esses benefícios devem ser comparados com os custos a serem incorridos pela empresa no processo de abertura de capital e no atendimento das obrigações para se manter como companhia aberta. Dentre esses custos, encontram-se os gastos relativos à operação de abertura de capital e ao aumento da estrutura organizacional, para atender às demandas dos investidores e da regulamentação das sociedades anônimas de capital aberto.

Para BM&F-Bovespa (2009) e Bomfim *et al* (2008), uma das principais desvantagens desse processo são os elevados custos da abertura, assim como da manutenção, por todo o tempo em que a companhia se mantiver como aberta, tais como auditoria independente, departamento de relacionamento com os investidores, divulgações de informações em jornais de grande circulação e no Diário Oficial, taxas da CVM e Bovespa, etc. Além disso, caso deseje não se manter como uma entidade aberta, incorrerá em novos custos que são consideráveis.

Segundo Bomfim *et al* (2008), um gasto que não é muito destacado nos estudos é com uma provável reestruturação na contabilidade. Isso por que a abertura de capital exige uma redução na assimetria informacional, que normalmente as empresas fechadas não estão acostumadas a tratar, e, também, a orientação de todos os negócios pela rentabilidade (LOPES e MARTINS, 2005; MYERS e MAJLUF, 1984).

Há também, de acordo com BM&F-Bovespa (2009) e Bomfim *et al* (2008), outros males como uma menor liberdade na tomada de decisões estratégicas, pois há novos sócios que deverão ser consultados; aumento da responsabilidade dos administradores; as informações estarão mais transparentes para os concorrentes e também para o fisco; etc.

4. ESTUDOS ANTERIORES

Como este trabalho está fundamentado na análise de indicadores contábil-financeiros, a revisão da literatura sobre impactos da abertura de capital, abordará apenas algumas pesquisas com foco nos índices que serão estudados.

No estudo do impacto na rentabilidade, o trabalho de Bossolani (2009) utilizou como amostra 36 empresas que abriram o capital entre 2004 e 2006, analisando os resultados até o ano de 2007, e concluiu que apesar do lucro líquido crescer, a rentabilidade (ROE) não se alterou após o IPO. Corte e Pegoraro (2009) analisaram três empresas (GOL, Natura e Grendene) que abriram o capital em 2004, observando os anos de 2003 a 2007. Os autores concluíram que em duas das três companhias a rentabilidade aumentou, mas mesmo naquela em que obteve um resultado negativo em relação ao período anterior da abertura de capital, pode-se perceber que nos anos subsequentes a rentabilidade voltou a crescer, e que a companhia demonstra um bom potencial para os próximos anos.

Já no estudo do mercado europeu de Bottazzi e Da Rin (2002) houve uma redução na rentabilidade, que segundo os autores, se deve ao fato de que há uma elevação muito rápida nos ativos que não é acompanhada por um aumento na receita e consecutivamente nos resultados das empresas. Isso é corroborado por Oliveira e Matsumoto (2004), que adotaram uma amostra de 21 empresas que abriram o capital no período de 1999 até o 1º trimestre de 2003, mas analisaram apenas o ano da abertura e o seguinte, sem estudar anos anteriores. O índice RSPL foi melhor depois da IPO em apenas 46% das empresas analisadas, ou seja, em 54% houve uma redução da rentabilidade.

No que diz respeito a margem líquida, a pesquisa de Oliveira e Matsumoto (2004), mostrou que apenas 42% das empresas melhoraram este indicador no ano seguinte ao IPO. Já em relação a receita, o estudo de Bossolani (2009), mostrou que nos IPOs realizados entre 2004 e 2006, houve um aumento significativo na receita após o mesmo. No que tange a análise de liquidez, o estudo de Oliveira e Matsumoto (2004) mostrou que apenas 38% das empresas melhoram a liquidez geral no ano seguinte ao IPO.

Por último, em relação a estrutura de capital, a pesquisa de Bossolani (2009), identificou que as companhias estavam extremamente alavancadas próximo ao ano da abertura de capital e que logo após esse evento, a dependência financeira de terceiros reduziu e manteve-se estável nos anos seguintes. O autor concluiu que essas empresas estavam fora da sua estrutura ótima de capital antes do IPO em função da escassez de crédito via mercado de capitais. Nesta mesma linha, o estudo de Oliveira e Matsumoto (2004) mostrou que 58% das empresas melhoram este indicador no ano seguinte ao do IPO. Por fim, a pesquisa de Corte e Pegoraro (2009) constatou que em dois dos casos estudados a proporção do capital de terceiros em relação ao passivo total diminuiu de 2003 para 2007, e no outro, manteve-se estável.

5. METODOLOGIA DA PESQUISA

O termo método possui várias acepções, mas é bem concisa no dicionário Michaelis, sendo definido como o conjunto dos meios dispostos convenientemente para alcançar um fim e especialmente para chegar a um conhecimento científico ou comunicá-lo aos outros.

Nesse sentido, Martins e Théóphilo (2007) explicam que metodologia é, literalmente, a ciência ou o estudo dos métodos. Ou seja, é a investigação sobre os métodos empregados nas diferentes ciências, seus fundamentos e validade, e sua relação com as teorias científicas. Enquanto método é o conjunto de processos racionais postos em prática para chegar à verdade. Em suma, a metodologia é o estudo (análise e descrição) de qualquer método científico.

Com base nessas definições, adota-se uma pesquisa com propósitos exploratório e descritivo no sentido de estudar os efeitos do IPO em alguns indicadores contábil-financeiros.

Segundo Gil (2002), as pesquisas exploratórias têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a constituir hipóteses. Pode-se dizer que estas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de idéias ou a descoberta de intuições. Seu planejamento é, portanto, bastante flexível, de modo que possibilite a consideração dos mais variados aspectos relativos ao fato estudado.

Já as pesquisas descritivas, ainda segundo o autor, têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis.

Partindo da premissa de que as empresas que abrem seu capital pretendem, em última análise, melhorar sua *performance*, sua rentabilidade, sua estrutura de capital e/ou agilizar seu crescimento, este estudo busca testar a hipótese de que os indicadores contábil-financeiros das empresas que abrem seu capital melhoraram no período posterior à abertura em relação ao período anterior. Trata-se de uma análise comparativa de médias de duas amostras emparelhadas, uma anterior ao IPO e uma posterior, observando se essas médias significativamente melhoraram, pioraram ou foram iguais.

Para verificar a melhora desses indicadores escolheu-se alguns índices que fossem compatíveis com os dados coletados e que refletissem uma visão geral do desempenho da empresa. Os índices escolhidos foram: Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL), Margem Líquida (ML), Dependência Financeira (DF), Liquidez Corrente (LC), Liquidez Geral (LG), Giro do Imobilizado (GI) e Variação da Receita Líquida (VRL).

Pela análise do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) procurou-se verificar se o IPO aumentou a rentabilidade da empresa. Neste sentido, Assaf Neto (2007), ressalta que este índice representa a taxa de rentabilidade auferida pelo capital próprio da empresa. É calculado através da razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, deduzindo deste último o lucro líquido, evitando, assim, relacionar lucro líquido com ele mesmo. Quanto maior este indicador, mais atrativa a empresa será para os acionistas.

Já a Margem Líquida (ML) mede a eficiência global da empresa, ou seja, se este índice for igual a 10%, indica que 90% das receitas líquidas foram utilizadas para cobrir custos e despesas, permanecendo apenas 10% na empresa, sob a forma de lucro líquido (ASSAF NETO, 2007). Calcula-se através da divisão entre o lucro líquido e a receita líquida de vendas e serviços. Desta forma, procurou-se verificar se a eficiência global aumentou após o IPO.

Já a escolha da Dependência Financeira (DF) teve por objetivo verificar se as empresas diminuíram a sua dependência financeira de recursos de terceiros, ou seja, este índice revela a dependência da empresa dos recursos de terceiros em relação a suas exigibilidades totais, isto é, do montante investido em seus ativos (ASSAF NETO, 2007). Este índice é calculado dividindo-se o Passivo Exigível (Passivo Total excluído o Patrimônio Líquido) pelo Ativo Total.

Já os indicadores de liquidez, tais como a Liquidez Corrente (LC) e a Liquidez Geral (LG), evidenciam a situação financeira de uma empresa frente a seus diversos compromissos financeiros (ASSAF NETO, 2007). O primeiro indica a relação entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante, assim, mostra quanto existe de ativo circulante para cada uma unidade monetária de dívida de curto prazo. Tem como vantagem a fácil verificação se o capital circulante líquido é nulo, positivo ou negativo. Já o índice de Liquidez Geral revela a liquidez de curto e longo prazos, mostrando quanto a empresa tem de direitos e haveres no ativo circulante e no realizável a longo prazo para cada unidade monetária de dívida. Calcula-se pela razão entre a soma do ativo circulante e o realizável a longo prazo pela soma do passivo circulante e o passivo exigível a longo prazo (atualmente, com a nova redação do art. 178 da

Lei 6.404/76, considera-se o grupo passivo não circulante). Este índice é utilizado para verificar a segurança financeira da empresa a longo prazo (ASSAF NETO, 2007).

O Giro do Imobilizado (GI) demonstra a relação existente entre o valor da receitas de vendas e serviços e o montante investido no ativo imobilizado, ou seja, verifica a efetiva utilização da capacidade produtiva da empresa (ASSAF NETO, 2007). É a divisão da receita líquida e o ativo imobilizado.

A Variação da Receita Líquida (VRL) aponta o crescimento da receita líquida de vendas e serviços de um ano para outro e tem por objetivo verificar o quanto o IPO acrescentou no volume de vendas. Para expurgar os efeitos da inflação, é necessário atualizar o valor da receita de ano pela inflação do ano. Para este fim, utilizamos o IPCA, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE.

Em relação a amostragem, fizeram parte do estudo as empresas que realizaram IPO entre 2004 e 2007, obtidas junto ao site da Comissão de Valores Mobiliários. No total, obteve-se 104 empresas que abriram o capital nesse período, contudo foram selecionadas para fazer parte da amostra apenas 62, pois foram excluídas as empresas que não possuíam dados de mais de um exercício antes ou após o IPO, bem como aquelas cujos dados não estavam disponíveis. O quadro 01 mostra a listagem das empresas que fazem parte da amostra do presente e Todos os dados das empresas foram obtidos junto às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (www.cvm.gov.br) em acessos efetuados durante o mês de janeiro de 2010.

Para efeito de comparação e simplificação, quando a empresa utilizava exercício financeiro diferente do ano calendário, considerou-se a última demonstração disponível como referente ao ano de 2008, retroagindo para trás a partir daí.

Sempre que existente, utilizaram-se os dados dos balanços consolidados por representar, de forma mais abrangente e detalhada, o desempenho da empresa e de suas controladas e coligadas.

Obtidos os dados dos DFP, calculou-se para cada empresa os índices contábeis já apresentados para cada ano. Após, apurou-se a média destes índices nos exercícios antes do IPO e a média destes nos períodos posteriores para cada empresa, alcançando os resultados sobre os quais se efetuou os testes de hipóteses para verificar se houve alteração significativa nos indicadores da empresa.

Utilizaram-se os dados disponíveis para as empresas no período entre 2001 e 2008. Por exemplo, para a empresa que abriu seu capital em 2004 e tinha seus dados disponíveis, o período anterior ao IPO referiu-se aos exercícios de 2001, 2002 e 2003, enquanto que para o período posterior considerou-se os exercícios de 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008. Este procedimento teve como base o que foi proposto por Bossolani (2009). Assim, sendo todas as empresas utilizadas tinham pelo menos dois períodos antes e dois períodos depois (considerando o ano do IPO como sendo após o mesmo).

O teste de hipótese consistiu na comparação dos valores médios das variáveis a serem analisadas, segregadas em dois grupos, antes e depois do IPO.

Verificou-se primeiro a possibilidade de utilização do teste t de Student para a comparação de duas médias populacionais a partir de duas amostras relacionadas ou emparelhadas. Este teste, segundo Fávero *et al* (2009), é utilizado para verificar se as médias de duas amostras relacionadas com distribuição normal são ou não significativamente diferentes. Além da normalidade este teste exige que as variâncias das amostras sejam iguais entre si, ou seja, haja homocedasticidade.

Para testar a distribuição normal utilizou-se o teste de Kolmogorov-Smirnov, que segundo Maroco (2007), é mais adequado que o teste de Shapiro-Wilk para amostras com o número de observações maiores do que 30. Para testar a hipótese de homogeneidade das variâncias, aplicou-se o teste de Levene. Todos os testes foram realizados no software SPSS

Statistic 17.0, sendo que o último teste só foi realizado apenas quando a distribuição das amostras se mostraram normais.

Não atendidos os pressupostos para aplicação do mencionado teste paramétrico, aplicou-se o teste de Wilcoxon. Trata-se de um teste não paramétrico utilizado como alternativa ao teste t de Student para comparar médias populacionais a partir de amostras emparelhadas (FÁVERO *et al*, 2009). Este teste é uma extensão do teste dos sinais, considerando não apenas o sentido da diferença, mas também seu valor (SIEGEL e CASTELLAN JR., 2006).

Quadro 01 – Relação das Empresas sob Análise

| Empresa | Ano do IPO | Empresa | Ano do IPO |
|-----------------------|-------------------|------------------------|-------------------|
| CPFL ENERGIA | 2.004 | BANCO INDUSVAL | 2.007 |
| GRENDENE | 2.004 | BANCO PATAGÔNIA | 2.007 |
| NATURA | 2.004 | BANCO PINE | 2.007 |
| PORTO SEGURO | 2.004 | BANCO SOFISA | 2.007 |
| COSAN | 2.005 | BEMATECH | 2.007 |
| ENERGIAS DO BRASIL | 2.005 | BICBANCO | 2.007 |
| LOCALIZA | 2.005 | C C DESENVOL. IMOB. | 2.007 |
| NOSSA CAIXA | 2.005 | CONC. ANHANGUERA | 2.007 |
| OHL BRASIL | 2.005 | COSAN ALIMENTOS | 2.007 |
| RENAR MAÇÃS | 2.005 | CREMER | 2.007 |
| UOL | 2.005 | EVEN CONSTRUTORA | 2.007 |
| BRASCAN RESIDENTIAL | 2.006 | FERTILIZANTES HERINGER | 2.007 |
| COPASA | 2.006 | GVT HOLDING | 2.007 |
| CSU CARDSYSTEM | 2.006 | HELBOR | 2.007 |
| DATASUL | 2.006 | IGUATEMI | 2.007 |
| EQUATORIAL | 2.006 | INPAR | 2.007 |
| GAFISA | 2.006 | JBS | 2.007 |
| GP INVESTIMENTO | 2.006 | LOG-IN LOGÍSTICA | 2.007 |
| KLABIN SEGALL | 2.006 | METALFRIO | 2.007 |
| LUPATECH | 2.006 | MINERVA | 2.007 |
| M.DIAS BRANCO | 2.006 | MULTIPLAN | 2.007 |
| MEDIAL SAÚDE | 2.006 | PANAMERICANO | 2.007 |
| ODONTOPREV | 2.006 | PARANA BANCO | 2.007 |
| POSITIVO | 2.006 | PROVIDENCIA | 2.007 |
| PROFARMA | 2.006 | REDECARD | 2.007 |
| SANTOS BRASIL | 2.006 | RODOBENS NEG. IMOB. | 2.007 |
| TOTVS | 2.006 | SATIPEL | 2.007 |
| AÇUCAR GUARANI | 2.007 | SLC AGRÍCOLA | 2.007 |
| BANCO ABC BRASIL | 2.007 | SUL AMERICA | 2.007 |
| BANCO CRUZEIRO DO SUL | 2.007 | TEGMA | 2.007 |
| BANCO DAYCOVAL | 2.007 | TRIUNFO | 2.007 |

Fonte : Comissão de Valores Mobiliários - compilado pelos autores.

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com base nas informações das empresas, que geraram os índices analisados, pode-se verificar o que se segue sobre os testes executados em cada um dos indicadores contábil-financeiros.

Em relação ao Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL), para efeito de cálculo das médias antes e depois de cada empresa, não se considerou os exercícios que apresentaram Patrimônio Líquido negativo por tornar prejudicial para a análise deste índice neste caso. Por essa razão excluiu-se a empresa UOL da análise deste índice por ter apresentado PL negativo durante todo o período anterior ao IPO. Excluiu-se também a empresa Conc. Anhanguera por apresentar média absurdamente superior ao das outras empresas, podendo ser considerada assim um *outlier*.

Das 60 empresas, apenas 19 apresentaram melhora neste índice, sendo que a média das empresas após o IPO foi de 7,1%, enquanto que a média antes do IPO foi de 33,5%.

Para verificar se essa diferença era significativa, realizaram-se os testes de hipóteses de comparação de média de 2 amostras relacionadas paramétrico (teste t) ou não paramétrico (teste Wilcoxon), este último quando não atendidos os pressupostos para aplicação do primeiro teste.

Realizado o teste de Kolmogorov-Smirnov, verificou-se que o *p-value* das duas amostras eram inferiores ao nível de significância de 5% (ver quadro 02), logo, rejeitou-se a hipótese nula de que a distribuição é normal.

Como não foi atendido um dos requisitos para aplicação do teste paramétrico, realizou-se o teste de Wilcoxon, cujo resultado aponta que devemos rejeitar a hipótese nula de que as médias são iguais ao nível de significância de 5%, já que o *p-value* é bem inferior (ver quadro 02).

Desta forma, conclui-se que a diferença das médias antes e depois é significativa ao nível de 5%, ou seja, estatisticamente houve uma piora na rentabilidade das empresas após a abertura do capital.

No que diz respeito à Margem Líquida (ML), não se considerou para análise deste índice a empresa Porto Seguro que apresentou em seus demonstrativos receita líquida igual a zero para todos os períodos. Para as empresas financeiras, considerou-se ao invés da receita líquida de vendas e serviços a receita bruta de intermediação financeira.

Das 61 empresas analisadas, 33 apresentaram melhora neste índice, sendo que a média das empresas após o IPO, praticamente, manteve-se a mesma de antes da abertura do capital, passando de 9,46% para 9,44%.

Verificou-se, através do teste de Kolmogorov-Smirnov, que o *p-value* da média anterior ao IPO era inferior ao nível de significância de 5% (ver quadro 02), logo, rejeitou-se a hipótese nula de que a distribuição é normal.

Não atendido um dos requisitos para aplicação do teste paramétrico, realizou-se o teste de Wilcoxon, obtendo-se um *p-value* muito superior ao nível de significância de 5%, logo, não devemos rejeitar a hipótese nula de que as médias são iguais (ver quadro 02).

Conclui-se, assim, que a diferença das médias antes e depois não é significativa ao nível de 5%, ou seja, estatisticamente não houve alteração na margem líquida das empresas após a abertura do capital.

Para efeito de cálculo das médias da Dependência Financeira (DF) antes e depois de cada empresa, não se considerou a empresa UOL por ter apresentado PL negativo durante todo o período anterior ao IPO. Excluiu-se também a empresa Providência por apresentar média muito inferior ao das outras empresas, sendo considerada um *outlier*.

Das 60 empresas, apenas 11 apresentaram piora neste índice, sendo que a média das empresas após o IPO foi de 0,57, enquanto que a média antes do IPO foi de 0,70.

Realizado o teste de Kolmogorov-Smirnov, verificou-se que o *p-value* das duas amostras eram superiores ao nível de significância de 5% (ver quadro 02), logo, aceitou-se a hipótese nula de que a distribuição é normal.

Atendido o primeiro pressuposto, efetivou-se o teste de Levene para verificar a homocedasticidade das amostras, onde se obteve um *p-value* superior ao nível de significância de 5%, aceitando-se, assim, a hipótese nula da homogeneidade das variâncias.

Atendidos os pressupostos, realizou-se o teste t de Student onde se obteve um *p-value* próximo de zero, logo, inferior ao nível de significância (5%), portanto, devemos rejeitar a hipótese nula de que as médias antes e depois são iguais.

Embora o teste paramétrico seja mais poderoso, apenas para efeito de confirmação, realizou-se o teste de Wilcoxon, onde se obteve a mesma conclusão (rejeição da hipótese nula).

Portanto, conclui-se que a diferença das médias antes e depois é significativa ao nível de 5%, ou seja, estatisticamente houve uma diminuição na dependência financeira das empresas em relação ao capital de terceiros após a abertura do capital.

No caso da Liquidez Corrente (LC), não se considerou para análise deste índice as empresas GP Investment e Providência porque apresentaram valores muito divergentes em relação às outras empresas, sendo consideradas *outliers*.

Das 60 empresas analisadas, 41 apresentaram melhora neste índice, sendo que a média das empresas após o IPO aumentou em relação à antes da abertura do capital, passando de 1,48 para 2,24.

Realizado o teste de Kolmogorov-Smirnov, verificou-se que o *p-value* das duas amostras eram inferiores ao nível de significância de 5%, rejeitando-se, assim, a hipótese nula de que a distribuição é normal.

Efetivou-se, assim, diretamente o teste de Wilcoxon, cujo resultado apontou que o *p-value* obtido é muito inferior ao nível de significância de 5%, logo, devemos rejeitar a hipótese nula de que as médias são iguais (ver quadro 02).

Desta forma, conclui-se que a diferença das médias antes e depois é significativa ao nível de 5%, ou seja, estatisticamente houve uma melhora no índice de liquidez corrente das empresas após a abertura do capital.

Para a Liquidez Geral (LG), não se considerou a empresa Providência por apresentar média muito superior ao das outras empresas, sendo considerada um *outlier*.

Das 61 empresas, apenas 14 apresentaram piora neste índice, sendo que a média das empresas após o IPO foi de 1,57, enquanto que a média antes do IPO foi de 1,09.

Inicialmente, realizou-se o teste de Kolmogorov-Smirnov, que apontou que o *p-value* das duas amostras eram inferiores ao nível de significância de 5%, logo, rejeitou-se a hipótese nula de que a distribuição é normal.

O resultado do teste de Wilcoxon apontou que devemos rejeitar a hipótese nula de que as médias são iguais ao nível de significância de 5%, já que o *p-value* é bem inferior.

Conclui-se, assim, que a diferença das médias antes e depois é significativa ao nível de 5%, ou seja, estatisticamente houve uma melhora no índice de liquidez geral das empresas após a abertura do capital.

Quanto ao Giro do Imobilizado (GI), não se considerou para análise deste índice a empresa Porto Seguro porque apresentou receita líquida igual a zero durante todos os exercícios.

Das 61 empresas analisadas, 33 apresentaram melhora neste índice e uma se manteve estável, sendo que a média das empresas após o IPO aumentou em relação à antes da abertura do capital, passando de 24,88 para 26,41.

Verificou-se, inicialmente, a normalidade de distribuição das amostras por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov, onde se observou que o *p-value* das duas amostras eram

inferiores ao nível de significância de 5%, rejeitando-se a hipótese nula da normalidade da distribuição.

O *p-value* obtido pelo teste de Wilcoxon é muito superior ao nível de significância de 5%, logo, não devemos rejeitar a hipótese nula de que as médias são iguais (ver quadro 02).

Portanto, conclui-se que a diferença das médias antes e depois não é significativa ao nível de 5%, ou seja, estatisticamente não houve alteração no giro do imobilizado das empresas após a abertura do capital.

Por fim, para efeito de caçulo da Variação da Receita Líquida (VRL) considerou-se a receita do ano anterior atualizada pelo IPCA anual calculado pelo IBGE e obtido no seu site, ou seja, para cálculo da variação de 2008, comparou-se a receita líquida deste ano com a receita líquida do ano de 2007 atualizada pelo IPCA do ano de 2008. Para as empresas financeiras considerou-se ao invés da receita líquida de vendas e serviços a receita bruta de intermediação financeira.

Não se considerou para análise deste índice a empresa Porto Seguro que apresentou em seus demonstrativos receita líquida igual a zero para todos os períodos, como também não se considerou a empresa Multiplan por apresentar média muito divergente em relação às outras empresas, sendo considerada um *outlier*.

Das 60 empresas, 42 apresentaram aumento na variação neste índice, sendo que a média das empresas após o IPO foi de 52,2%, enquanto que a média antes do IPO era de 32,9%.

O teste de Kolmogorov-Smirnov apontou que o *p-value* das duas amostras eram inferiores ao nível de significância de 5%, logo, rejeitou-se a hipótese nula de que a distribuição é normal.

Como já não foi atendido um dos requisitos para aplicação do teste paramétrico, realizou-se o Teste de Wilcoxon, cujo resultado apontou que devemos rejeitar a hipótese nula de que as médias são iguais ao nível de significância de 5%, já que o *p-value* é inferior.

Desta forma, conclui-se que a diferença das médias antes e depois é significativa ao nível de 5%, ou seja, estatisticamente houve um acréscimo no crescimento da receita líquida após a abertura do capital.

Em suma, pode-se verificar os resultados relatados anteriormente no quadro 02 a seguir:

Quadro 02 – Média dos Índices Antes (MA) e Depois (MD) do IPO e Resultado dos Testes realizados

| ÍNDICES | RSPL | | ML | | DF | | LC | |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | MD | MA | MD | MA | MD | MA | MD | MA |
| MÉDIA GERAL | 7,1% | 33,5% | 9,44% | 9,46% | 0,57 | 0,70 | 2,24 | 1,48 |
| DESVIO PADRÃO | 55% | 76% | 15% | 15% | 0,21 | 0,18 | 1,37 | 0,74 |
| KS <i>p-value</i> | 0,00 | 0,00 | 0,19 | 0,00 | 0,20 | 0,08 | 0,00 | 0,00 |
| Levene <i>p-value</i> | | | | | 0,36 | | | |
| T. Wilcoxon <i>p-value</i> | 0,00 | | 0,69 | | 0,00 | | 0,00 | |
| Teste t <i>p-value</i> | | | | | 0,00 | | | |
| ÍNDICES | LG | | GI | | VRL | | | |
| | MD | MA | MD | MA | MD | MA | | |
| MÉDIA GERAL | 1,57 | 1,09 | 26,41 | 24,88 | 52,2% | 32,9% | | |
| DESVIO PADRÃO | 1,08 | 0,56 | 37,22 | 33,57 | 57% | 45% | | |
| KS <i>p-value</i> | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | | |
| Levene <i>p-value</i> | | | | | | | | |
| T. Wilcoxon <i>p-value</i> | 0,00 | | 0,81 | | 0,00 | | | |
| Teste t <i>p-value</i> | | | | | | | | |

Fonte : Elaborado pelos Autores.

Pode-se perceber pela análise do quadro que o resumo dos resultados mostra que houve impacto significativo no RSPL, na DF, na LC, na LG e na VRL. Porém, pelos valores médios verifica-se que houve melhoria na DF, na LC, na LG e na VRL, e uma redução do RSPL. Os outros dois indicadores (GI e ML) não apresentaram mudanças significativas.

7. CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi verificar o comportamento de alguns indicadores contábil-financeiros quando da abertura de capital das empresas no período de 2004 a 2007.

Os indicadores de dependência financeira e de liquidez (corrente e geral) das empresas mostraram sensíveis melhoras após a abertura de capital, confirmando, dessa forma, alguns estudos anteriores, que indicam uma possível quitação de compromissos com terceiros.

Quanto aos índices margem líquida e giro do imobilizado, não houve alteração significativa. Em princípio, como esses indicadores não sofrem influência direta do aumento do capital, pois medem a eficiência e a capacidade de produção, respectivamente, essa manutenção dos resultados antes e após o IPO não surpreende.

O aumento médio nas receitas líquidas após o IPO comprova uma das razões para esse instrumento de captação, ou seja, aponta que existia possibilidade de crescimento, viabilizada através dessa fonte de recursos.

Entretanto, a rentabilidade, indicador de grande valia para a avaliação de uma empresa, reduziu-se sensivelmente após a abertura do capital. Os estudos anteriores, já mencionados, não evidenciaram claramente um comportamento, pois apenas no estudo de Corte e Pegoraro (2008) observa-se um aumento neste índice.

Este resultado pode ter como causa o que foi apontado por Bottazzi e Da Rin (2002), de que pode haver uma elevação muito rápida nos ativos que não é acompanhada por um aumento nos resultados das empresas. Dessa forma, a redução no RSPL pode refletir o prazo necessário para os investimentos gerarem lucro e justificaria a importância do mercado de capitais que é de longo prazo.

Além disso, outra parte do ocorrido pode ter origem na crise financeira mundial no ano de 2008 que afetou o lucro da grande maioria das empresas, principalmente pelo fato de mais da metade das empresas da amostra do presente estudo terem aberto o capital no ano de 2007, assim o peso de 2008 no cálculo da média após o IPO é muito representativo

Após esse estudo, certamente fica a proposta de ampliar o período de análise de modo a verificar os impactos no longo prazo. Sendo assim, um caminho natural será a inclusão das informações do exercício de 2009 e os seguintes nesta mesma análise.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2006.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. São Paulo: Atlas, 2007.

BARBOSA NETO, J. M. **O mercado de ações no Brasil e o ciclo de aberturas de capital no período de 2004/2007: um estudo exploratório-descritivo**. 2008. 66 f. Dissertação (mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Como e por que tornar-se uma Companhia Aberta**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_abertura_capital.asp>. Acesso em 27 dez 2009.

- 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 – Eletrônica – RAUSP-e**. v. 1, n. 2, p. 524-534, 2008.
- BOSSOLANI, T. **O IPO e o desempenho das empresas**. 2009. 58 f. Dissertação (mestrado) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- BOTTAZZI, L.; DARIN, M. **Europe's 'New' Stock Markets**. Working Paper, Università Bocconi, Milano, n. 218, 2002.
- BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**. n. 43, p. 9-19, 2007.
- BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. A Influência do País de Origem no Desempenho das Empresas. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**. v. 9, n. 4, p. 97-118, 2005.
- CORTE, T. R. D.; PEGORARO, P. R. Abertura de capital, benefícios e restrições. **Revista Eletrônica do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Tecnológica Federal do Paraná**. v. 1, n. 1, 2009.
- Dicionário de Finanças da BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php>>. Acesso em 29 dez 2009.
- Dicionário Michaelis. Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br>>. Acesso em 13 jan 2010.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise Multivariada de Dados**. Rio de Janeiro. Elsevier, 2009.
- GASPARETTO, V. O Papel da Contabilidade no Provimento de Informações para a Avaliação do Desempenho Empresarial. **Revista Contemporânea de Contabilidade**. v. 01, n. 02, p. 109-122, 2004.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.
- IUDÍCIBUS, S. **Análise de Balanços**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.
- MAROCO, J. **Análise estatística com utilização do SPSS**. Lisboa: Edições Sílabo, 2007.
- MARQUES, J. A. V. C. **Análise Financeira das Empresas: liquidez, retorno e criação de valor**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2004.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo, Atlas, 2007.
- MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p.261-297, 1958.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**, v.13, 1984.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

NOBREGA, M.; LOYOLA, G.; GUEDES FILHO, E. M; PASQUAL, D. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. São Paulo: BM&FBovespa, 2000.

OLIVEIRA, C. S.; MATSUMOTO, A. S. **Estudo sobre o efeito do aumento de capital por subscrição pública na saúde financeira e econômica das empresas no período de 1999 a 03/2003**. 2004. 13 f. Artigo de conclusão do curso de ciências contábeis – Universidade Católica de Brasília.

OMAKI, E. T. Recursos Intangíveis e Desempenho em Grandes Empresas Brasileiras: avaliações dos recursos intangíveis como estimadores de medidas de desempenho financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. **Anais do XXIX ENANPAD**. Brasília: ANPAD, 2005. CD-ROM.

SIEGEL, S.; CASTELLAN JR., N. J. **Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento**. 2 ed. Porto Alegre: Bookman/Artmed, 2006.