



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA, CONTABILIDADE
E SECRETARIADO EXECUTIVO – FEAAC
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

NANASHARA SANTIAGO DE SENA

ABERTURA DE CAPITAL (IPO) E INDICADORES ECONÔMICO –
FINANCEIROS: EVIDÊNCIAS EM EMPRESAS BRASILEIRAS

Orientador: Prof. Dr. Antonio Carlos Dias Coelho

FORTALEZA

Fevereiro/2013

NANASHARA SANTIAGO DE SENA

**ABERTURA DE CAPITAL (IPO) E INDICADORES ECONÔMICO –
FINANCEIROS: EVIDÊNCIAS EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

Este artigo científico foi submetido à Coordenação do Curso de Ciências Contábeis, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, outorgado pela Universidade Federal do Ceará – UFC e encontra-se a disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho deste artigo científico é permitida, desde que feita de acordo com as normas de ética científica.

DATA DA APROVAÇÃO: 18/02/2013

BANCA EXAMINADORA

Prof. Antonio Carlos Dias Coelho (Orientador)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Carlos Adriano Santos Gomes
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof^a. Editinete André da Rocha Garcia
Universidade Federal do Ceará (UFC)

ABERTURA DE CAPITAL (IPO) E INDICADORES ECONÔMICO – FINANCEIROS: EVIDÊNCIAS EM EMPRESAS BRASILEIRAS

Nanashara Santiago de Sena

Orientador: Prof. Dr. Antonio Carlos Dias Coell

RESUMO

A abertura do capital de uma empresa pode trazer inúmeros impactos tanto no contexto financeiro como na forma de evidenciação das informações pertinentes às atividades da companhia e com isso a possível mudança no nível de Governança Corporativa praticada. Sendo assim, o estudo analisou o impacto do IPO nos indicadores que mensuram o comportamento financeiro de empresas brasileiras que realizaram abertura do capital entre 2004 e 2010, totalizando 127 empresas. A pesquisa teve como objetivo verificar se o processo de IPO ocasionou mudanças estatisticamente significantes em indicadores econômico-financeiros e mecanismos de governança corporativa das empresas. Para isso coletaram-se informações dos demonstrativos contábeis das companhias para verificar se a variação dos indicadores entre os anos anteriores e posteriores ao IPO foi significativa por meio da aplicação dos testes estatísticos de igualdade de médias para amostras emparelhadas, tanto em versão paramétrica como não-paramétrica. Concluiu-se que a maioria dos indicadores calculados apresentou variação significativa após o processo de abertura de capital. Observou-se, por decorrência, que tais diferenças derivaram de mudança relevante no nível de governança corporativa praticado pelas companhias analisadas.

Palavras-chave: IPO, Mercado de capitais, Demonstrações contábeis.

1 INTRODUÇÃO

Atualmente se tornou mais comum ouvir a expressão abertura de capital. O termo IPO que em inglês significa *Initial Public Offering*, que traduzido é Oferta Pública Inicial se tornou mais conhecido após o período que vai entre os anos 2004 a 2007 onde houve o maior número de registros de aberturas de capital no Brasil.

Do mercado financeiro participam apenas as companhias que possuem o capital aberto, que têm interesse em colocar seus títulos, como ações, por exemplo, à venda. Essas empresas objetivam principalmente captar recursos. Sucintamente, para captar recursos existem duas opções: obtê-los através de terceiros, realizando empréstimos ou financiamentos, resultando em obrigação futura; ou aumentando seus recursos próprios, onde os sócios podem subscrever mais capital, ou a empresa pode atrair investidores por meio da abertura de capital.

Para empresas brasileiras que participam deste mercado, a principal função das demonstrações contábeis foi a de cumprir exigências legais e tributárias, mas atualmente o foco mudou e tais demonstrações são vistas como agente informacional, responsável por

fornecer informações para os gestores tomarem decisões baseadas na situação da companhia e do ambiente em que está inserida.

A informação contábil é importante ferramenta no auxílio às empresas que participam do mercado financeiro, pois através dessa, os agentes responsáveis pela tomada de decisões conhecerão o ambiente financeiro no qual a empresa é atuante.

Uma entidade de capital aberto, por seu turno, precisa cumprir exigências legais e institucionais de órgãos reguladores, dentre esses se destaca a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para ser considerada como tal. Essas empresas são regidas por um conjunto de leis e órgãos reguladores, dada a importância das informações para os investidores. Dentre as obrigações exigidas pela Comissão, destacam-se a publicação de informações trimestrais (ITR), anuais (IAN) e das demonstrações financeiras padronizadas (DFP). Quesitos esses que servirão de suporte para a decisão de investidores, o que sugere a realização deste estudo.

A abertura do capital de uma empresa pode trazer inúmeros impactos e dentre esses se destaca a mudança na forma de se evidenciar as informações pertinentes às atividades da organização. Destaca-se também a possível mudança no nível de governança praticada, pois anterior à abertura de capital, o comum observado é que a governança seja voltada para o ambiente interno, visando o maior retorno monetário possível para os donos, e após a abertura do capital é mais comum que a governança seja praticada a fim de compilar interesses de diversos grupos de usuários, maximizando os resultados da companhia.

Considerando o que foi exposto, uma análise abrangendo a situação econômico-financeira e a prática da governança corporativa se mostra relevante porque trará informações mais específicas sobre o comportamento de gestores abrindo informações sobre a empresa para o público, o que revelaria os impactos acarretados pela abertura de capital ou oferta pública inicial em empresas brasileiras.

A presente pesquisa, que se justifica devido à escassez de estudos que analisam o

impacto da abertura de capital em empresas brasileiras, tem como objeto de análise, os impactos decorrentes da abertura de capital de empresas brasileiras nos indicadores econômico-financeiros provenientes de suas demonstrações financeiras após o IPO. Portanto o objetivo geral deste trabalho é verificar se o processo de abertura de capital (IPO) em empresas brasileiras ocasionou mudanças significantes em indicadores econômico-financeiros e nos mecanismos de governança corporativa das mesmas.

No sentido de viabilizar o alcance do objetivo geral, foram definidos como objetivos específicos: analisar as mudanças ocorridas na forma de evidenciação dos relatórios financeiros das companhias brasileiras após o processo de IPO; identificar os níveis de Governança Corporativa praticados pelas empresas brasileiras antes e após o processo de abertura de capital.

O presente trabalho está dividido em cinco seções assim estruturadas: a primeira seção é a introdução que contém uma breve contextualização do tema geral, que é a Contabilidade; aborda o objetivo geral e os específicos e descreve a relevância do estudo.

A segunda seção aborda o referencial teórico que traz em um contexto geral a informação contábil., as características das sociedades por ação e a relação dessas com a governança corporativa e traz também uma breve contextualização sobre o mercado de capitais e a abertura de capital. A terceira seção apresenta a metodologia utilizada para a elaboração desta pesquisa. A quarta traz a análise dos resultados encontrados e na última

seção são feitas as considerações finais do trabalho. Ao final estão explanadas as referências utilizadas como fontes de pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Objetivos da Contabilidade

Tratando-se do objetivo da ciência contábil, uma idéia conflitante a respeito da principal função da Contabilidade foi exposta por Iudícibus (2009), na qual para o mesmo existem dois pensamentos distintos sobre os objetivos da Contabilidade. Um sustenta seus argumentos em que a Contabilidade deve produzir e fornecer um conjunto básico de informações para todos os tipos de usuários, independente de sua natureza; usuários estes que representam todas as pessoas que tomam conhecimento das informações divulgadas pelas empresas. O outro pensamento defende que a informação gerada pela Contabilidade deve suprir a necessidade individual de cada tipo de usuário da informação.

O primeiro pensamento exposto por Iudícibus (2009) delimita que um conjunto básico de informações deve ser fornecido a todos os tipos de usuários, não se atentando às necessidades individuais desses. Já a segunda ideia exposta pelo autor, leva em consideração os interesses particulares de cada tipo de receptor das informações.

A idéia que melhor se incorpora a este estudo é a última apresentada, pois considera que para cada grupo de usuário deve ser apresentado um conjunto específico de informações que lhe propicie um entendimento mínimo sobre o que se busca, e esta pesquisa toma como fonte os dados que compõem tais informações e possibilitam a avaliação destas empresas.

2.2 Características da informação contábil

Segundo Hendriksen e Breda (2007), para tornar a informação útil, há características qualitativas que devem ser supridas tais como: benefícios e custos, relevância, confiabilidade, comparabilidade e materialidade. Para os autores, a informação deve proporcionar mais benefícios que custos, embora admitam que fazer uma análise do custo-benefício seja uma tarefa difícil.

A relevância permite que através das informações, os usuários alcancem suas metas e facilite a tomada de decisões, já que todos os fatos pertinentes ocorridos na organização foram devidamente registrados. Os autores destacam como função desta característica o valor preditivo, valor como *feedback* e a oportunidade. O valor preditivo está relacionado com o auxílio que as informações contábeis dão para que se possa avaliar com certa precisão o retorno que certo investimento dará. A Contabilidade deve fornecer as informações necessárias para que os investidores possam realizar ajustes em suas estratégias de investimento, dando o *feedback*, que é o retorno de informações. Sobre a oportunidade, é destacado que as informações “[...] sejam apresentadas a intervalos frequentes, de modo a revelarem modificações na situação da empresa que possam, por sua vez, afetar as predições e decisões do usuário.” (HENDRIKSEN; BREDA, 2007, p.99).

Outra característica qualitativa apresentada pelos autores é a confiabilidade, que para os mesmos tem a função de fidelidade de representação, verificabilidade e neutralidade.

Assim sendo, a confiabilidade retrata a fidelidade da informação, que deve condizer com a realidade, levando em consideração a neutralidade – não se deixar influenciar.

A informação também deve ser passível de comparabilidade, possibilitando confrontação das informações de uma mesma entidade em exercícios distintos e com as de outra empresa, confrontando resultados e também o nível de concorrência praticada no mercado. A última característica elencada é a materialidade, que traz a idéia do que deve ser divulgado para tornar a informação importante para todos os usuários. É de suma importância ressaltar que a confiabilidade é uma característica essencial, pois quando as informações prestadas apresentam esta qualidade, se tornam mais próximas da realidade e tendem a relatar com maior fidedignidade a situação econômica e financeira da empresa.

2.3 Divulgação da informação contábil

Para que os usuários tenham acesso a esta informação é necessário que haja a sua divulgação. Uma empresa ao divulgar as informações pertinentes às suas atividades deve seguir as orientações contidas no Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 26 (R1), que aborda o assunto Apresentação das Demonstrações Contábeis.

Através da divulgação é possível ter conhecimento sobre a situação econômica e financeira da empresa. Isso faz com que investidores e outros interessados possam estimar o futuro da entidade e tomar decisões corretas que lhes beneficiem. A evidenciação ou *disclosure*, está atrelada aos objetivos da Contabilidade, quando garante que informações específicas serão fornecidas a cada grupo de usuários. (IUDÍCIBUS, 2009).

Mas uma vez se retorna à idéia de que para cada grupo de usuário deve haver um conjunto específico de informações, mesmo que este seja classificado como utilitário primário ou secundário. Os relatórios divulgados têm como principais usuários os acionistas, investidores e credores, enquanto funcionários, clientes, órgãos do governo e sociedade são vistos como utilitários secundários dos relatórios. (HENDRIKSEN; BREDA, 2007). Os mesmos autores defendem que os acionistas e investidores são os principais utilitários da informação porque esses são os que têm maior poder e influência sobre a empresa.

Retomando o exposto anteriormente, para que os usuários conheçam este conjunto de dados (denominados demonstrações contábeis) sobre determinada organização, é necessário que seja feita a publicação desses. Iudícibus (2009, p.113), elenca algumas formas possíveis de como essas informações podem ser divulgadas:

Embora a evidenciação se refira a todo o conjunto das demonstrações contábeis, várias formas de realizar a evidenciação estão disponíveis:

1. forma e apresentação das demonstrações contábeis;
2. informação entre parênteses;
3. notas explicativas;
4. quadros e demonstrativos suplementares;
5. comentários do auditor e
6. relatório da administração.

Iudícibus (2009) discorre que as demonstrações devem estar apresentadas de forma que facilite ou melhore a interpretação dos dados. As informações entre parênteses, no corpo das demonstrações tradicionais, dão maiores esclarecimentos sobre um título de um grupo, por exemplo; e as notas explicativas fornecem informações mais esclarecedoras sobre determinado evento ou fato contábil ocorrido na entidade.

Já nos quadros e demonstrativos suplementares podem ser apresentados detalhes que não estão presentes nas demonstrações tradicionais e o parecer do auditor serve como fonte adicional de evidenciação, onde é relatado se as demonstrações que foram divulgadas estão de acordo com princípios, normas e leis. Por fim, o relatório da administração engloba informações de caráter não financeiro que afetam a organização.

Embora existam inúmeras formas de evidenciar, um conteúdo embasa todas essas; o de que a evidenciação deve apresentar de maneira ordenada todas as informações, sejam elas quantitativas ou qualitativas, com a finalidade de propiciar um suporte ao usuário. Deve conter de forma balanceada as informações, sem excessos ou escassez. (IUDÍCIBUS, 2009).

2.4 Informação Contábil e Mercado Financeiro

A Contabilidade se tornou uma ferramenta de grande importância quando se trata de seu relacionamento com o mercado financeiro, pois esse se tornou um dos maiores usuários da informação contábil.

No final dos anos 60, a ênfase da contabilidade, estabelecendo-se aqui uma referência clara à contabilidade norte-americana, começou a migrar da tradição econômica e normativa para uma perspectiva baseada na informação, que ficou conhecida como *informational approach*. (LOPES, 2002, p.13)

Anterior a esta nova abordagem a contabilidade seguia a tradição normativa, onde se tinha apenas uma visão, a direcionada a seguir recomendações vindas dos principais órgãos reguladores e teóricos. Daí a necessidade de dar à Contabilidade uma nova abordagem, e com o desenvolvimento de novas pesquisas, fez com que a ciência absorvesse outras perspectivas e métodos.

A abordagem da informação (*information approach*) traz à Contabilidade um novo papel; o de ser “fornecedora de informações para os agentes econômicos.” (LOPES, 2002, p.20). Nessa nova abordagem, chamada pelo autor de teoria positiva, o principal foco da pesquisa é estudar a reação do mercado financeiro através das informações fornecidas pela Contabilidade.

Lopes e Martins (2005) dividem em dois grandes grupos as instituições que compõem o mercado financeiro, os intermediários financeiros e os informacionais. Nos financeiros estão inseridas as instituições que obtêm recursos de investidores e os aplicam nas melhores oportunidades do mercado, como bancos, seguradoras e corretoras. Os intermediários informacionais são os responsáveis por reunir informações e repassá-las aos financeiros, para que esses possam alocar adequadamente os recursos, aproveitando as oscilações e oportunidades do mercado.

Ambos os grupos apresentados acima necessitam de uma informação condizente com a realidade. O primeiro precisa aproveitar as oportunidades que surgem no mercado tanto para vender como para comprar bens, ações, por exemplo, no momento considerado como o mais oportuno. O segundo grupo, que são os intermediários informacionais, analisa as informações e transmite o resultado dessa análise para os intermediários financeiros.

A contabilidade possui papel central nesse contexto como fonte de informação. A informação contábil pode ser usada para a avaliação da qualidade dos ativos (análise de balanços, por exemplo), para a avaliação da performance de agentes investidos pelos acionistas (remuneração de executivos), para controle do comportamento dos gestores após a concessão de créditos [...].(LOPES; MARTINS, 2005, p.76).

Com o exposto acima, pode-se concluir que a Contabilidade tem um papel fundamental na relação da empresa com o mercado financeiro em que atua. Nesse tipo de mercado, os investidores analisam as informações que lhes foram prestadas e definem suas estratégias de investimento; instituições financeiras utilizam-se destes dados para verificar a situação econômica e financeira da empresa, e a partir daí conceder ou não empréstimos.

Da relação existente entre informação contábil e mercado financeiro, pode-se destacar também a prática da Governança Corporativa na entidade. Através da mesma é que decidem o grau e qualidade da informação que irá ser divulgada. Lopes (2002, p.68) diz que “A relevância da informação emanada pela contabilidade não pode ser avaliada completamente sem a consideração dos mecanismos de governança corporativa”. A governança corporativa será abordada com mais detalhes no capítulo seguinte.

2.5 Sociedades por ação

A Lei 6.404/76 – conhecida por Lei das Sociedades Anônimas - traz em seu artigo 1º que “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.” Ou seja, para que uma empresa seja classificada como Sociedade Anônima (S.A.) deverá ter seu capital dividido em ações e os titulares dessas são os sócios acionistas. (MAMEDE, 2009).

As empresas que apresentam as características acima apresentadas são hoje classificadas como Sociedades por Ação e são objeto da Lei das S.A., principal fundamento legal que trata da matéria. Existem dois tipos de S.A., as de capital aberto e fechado. No artigo 4º da Lei 6.404/76 que teve sua redação alterada pela Lei 10.303/01 diz que “[...] a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.”

Ou seja, a companhia é de capital aberto quando tem parte de seu capital, títulos (ações e valores mobiliários de renda fixa), negociado no mercado financeiro, podendo ser oferecidos ao público em geral; é considerada de capital fechado, por outro lado, aquelas empresas que não possuem seus títulos negociados em mercado aberto público. (MAMEDE, 2009).

As companhias de capital fechado têm como respaldo fiscal a Lei 6.404. As informações divulgadas pelas sociedades de capital fechado são mínimas e têm o intuito apenas de cumprir exigências legais, de modo que alguma informação complementar que possa vir a ser interessante para o conhecimento dos fatos ocorridos na companhia deixe de ser evidenciada. Os principais interessados nesse tipo de informação são, por exemplo, os que querem obter algum retorno com o resultado da empresa como empregados, a alta gestão e o Governo.

Para estas companhias é exigido que divulguem, segundo a Lei das S.A.:

- I. Balanço patrimonial;
- II. Demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;
- III. Demonstração do resultado do exercício;
- IV. Demonstração dos fluxos de caixa.

As empresas de capital aberto participam do mercado financeiro, pois essas têm por objetivo emitir e negociar seus valores mobiliários – ações, debêntures, bônus de subscrição e outros títulos. Estas empresas estão obrigadas a seguir instruções e normas expedidas por órgãos reguladores. Dentre esses órgãos, destaca-se a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que foi criada pela Lei nº. 6.385/76 tendo como principais objetivos: disciplinar, normatizar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários.

A mesma lei antes citada traz em seu artigo 19 que “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.” Entende-se então, que para que haja a emissão e negociação de títulos das empresas de capital aberto, essas deverão possuir autorização mediante registro na CVM. É exigido também, para estas companhias de capital aberto, que sejam entregues à CVM por meio de sistema eletrônico, conforme Instrução da Comissão nº. 480/2009, informações como: as demonstrações financeiras, o formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP, o formulário de informações trimestrais – ITR.

As demonstrações contábeis que são exigidas pela Lei das S.A. são as mesmas já apresentadas anteriormente para as sociedades de capital fechado, com o acréscimo da Demonstração do Valor Adicionado.

As companhias de capital aberto têm suas demonstrações financeiras evidenciadas de forma bem mais ampla que as de capital fechado. Essas informações podem ser encontradas nos próprios *sites* das companhias, da Bolsa de Valores, e no portal da CVM, além de serem, obrigatoriamente, publicadas em periódicos de larga circulação.

2.6 Governança Corporativa

Dentre uma economia globalizada e um ambiente competitivo, as empresas buscam cada vez mais captar recursos no mercado aberto, já que essa captação garante uma redução na onerosidade, se comparada aos financiamentos privados (SOUZA, 2005). Mediante o que foi explanado anteriormente, conclui-se que essa característica se dá às entidades que possuem o capital aberto.

Para gerir a relação entre as empresas e o mercado de investimentos, um movimento denominado governança corporativa (*corporate governance*) surgiu na economia anglo-saxônica. Instalou-se no Brasil por volta dos anos 90, como subproduto da globalização. (SOUZA, 2005). Com o exposto, se faz necessário conceituar o termo mencionado, em que a definição descrita pelo mesmo autor retrata com simplicidade e exatidão a essência do termo, que segue: “Trata-se de um instrumento de sintonia entre as empresas e o mercado, abrangendo não só a relação com os acionistas presentes e potenciais, mas também com os fornecedores, consumidores e a coletividade em que atua a empresa.” (SOUZA, 2005, p.8).

Assim, a governança corporativa se faz necessária para que a relação entre as entidades e o mercado financeiro gere benefícios para todos os envolvidos, através da garantia dada os mesmos de que todos terão o alcance às informações e tratamento equitativo. No que se refere à informação prestada, a governança corporativa é um mecanismo de grande poder de influência, pois “lida com o processo decisório na alta gestão e com os relacionamentos entre os principais personagens das organizações empresariais”. (SILVEIRA, 2010, p.2). Isso acaba por interferir na informação a ser evidenciada, pois apenas um grupo decide o que e como irá ser divulgada.

Silveira (2010) aborda que há uma governança praticada voltada para o ambiente interno, visando o bem estar pessoal, e que quanto menor for a dispersão das ações, maior poder se concentra nas mãos de poucos. Esse tipo de governança é facilmente associado àquele que é praticado nas sociedades de capital fechado, onde os donos, na maioria das vezes em pequeno número, são os responsáveis pelas grandes decisões dentro da companhia; visam a maximização de resultados para um único grupo.

Para o mesmo autor, existe a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*. Essa teoria tem como principal atividade “[...] gerenciar e integrar os relacionamentos e os interesses de acionistas, funcionários, clientes, fornecedores, comunidade e outros grupos, de modo a assegurar o sucesso da empresa a longo prazo.” (SILVEIRA, 2010, p.66). A teoria antes mencionada pode ser associada ao estilo de governança praticado em sociedades de capital aberto, pois o que se busca não é apenas a maximização de retorno para a alta gestão, e sim agregar estratégias coletivas que otimizem a atividade da empresa.

2.7 Mercado de Capitais e Abertura de Capital

As empresas atuantes no mercado de capitais necessitam que a Contabilidade forneça as informações necessárias para que essas possam obter sucesso, aproveitando as oportunidades que o mercado oferece.

Considerando essa idéia, se faz necessária uma breve contextualização sobre o mercado de capitais, que conforme o folheto Introdução ao Mercado de Capitais (2010, p.13), da Bolsa de Mercadorias e Futuros BOVESPA (BM&FBOVESPA) é,

[...] é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

O folheto de mercado - Como abrir o capital de sua empresa no Brasil (IPO) - elaborado e publicado pela BM&FBOVESPA no ano de 2011, traz o entendimento de que para uma empresa ter suas ações listadas e negociadas na bolsa de valores, é necessário primeiramente o registro junto à CVM e logo após que haja uma oferta inicial pública inicial de ações, chamada de IPO (*Initial Public Offering*). A decisão pela abertura do capital se dá pela necessidade que estas entidades têm de captar recursos, principalmente com a finalidade de investimento.

De acordo com BMF&BOVESPA (2011, p.5) “Uma oferta pública inicial é o evento que marca a primeira venda de ações de uma empresa e, posteriormente, o início de negociação dessas ações em bolsa de valores”. A oferta pode ser classificada como primária ou secundária. Na primária a empresa capta recursos para fins de investimento e na secundária os sócios vendem parte de suas ações, aumentando assim a base de acionistas.

Segundo a BM&FBOVESPA (2011) em seu folheto “Como abrir o capital de sua empresa no Brasil (IPO)”, com a criação de segmentos no ano 2000, que foram de grande importância para a retomada ao mercado de capitais como fonte para captar recursos, houve a partir de 2004 um aumento no número de IPOs, no total sete empresas realizaram a oferta pública inicial de ações. Mas o ápice foi em 2007 onde 64 empresas realizaram a oferta, onde captaram R\$ 55 bilhões.

3 METODOLOGIA

Andrade (2009, p.119) traz que a “Metodologia é o conjunto de métodos ou caminhos que são percorridos na busca do conhecimento”. Os métodos abordados neste estudo empírico são de caráter indutivo, pois busca inferir conclusões a partir do que foi observado.

Quanto aos objetivos, a pesquisa classifica-se como descritiva, uma vez que os dados foram coletados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que houvesse interferência sobre eles. (ANDRADE, 2009).

Para Baptista (2007, p.41) “as investigações documentais e bibliográficas ou de levantamento procuram utilizar o conhecimento disponível em material publicado nos diferentes meios de registros”. Para o mesmo autor a pesquisa documental limita-se a utilizar materiais chamados de fontes primárias, que são, por exemplo, documentos. Já a pesquisa bibliográfica para o citado autor, utiliza fontes secundárias de informações, como livros e artigos.

Portanto quanto aos procedimentos técnicos adotados, esta pesquisa classifica-se como documental, pois os dados coletados foram extraídos de materiais impressos e divulgados – relatórios de informações anuais (IAN) e demonstrações financeiras padronizadas (DFP) - pelas empresas que exerceram a abertura de capital. A presente pesquisa também é classificada como bibliográfica, pois se fez necessário um conhecimento prévio do assunto através da leitura em livros e artigos relacionados ao assunto.

O presente estudo, quanto à abordagem do problema, é considerado quantitativo, pois os dados que foram coletados são especificamente valores e a análise feita requereu a utilização de técnicas estatísticas para tratamento das informações coletadas. (OTANI; FIALHO, 2011).

Esta pesquisa realizou-se tendo como suporte inicial o estudo realizado por WARDIL (2009). A pesquisa realizada teve como objetivo mostrar o impacto do IPO sobre as empresas brasileiras através de cálculos realizados com dados contábeis, considerando o período anterior e o período posterior à abertura do capital. Ao final do estudo, o autor recomenda analisar o impacto em um período maior que englobe diferentes ciclos econômicos e uma amostra maior.

Em conformidade à recomendação feita, selecionou-se um período que abrange mais ciclos econômicos, constituído assim, de um maior espaço de tempo. Com isso a amostra analisada é composta por uma quantidade maior de empresas se comparada àquelas utilizadas na pesquisa de 2009. O fato de a amostra ser maior se fez necessário que se analisasse uma maior quantidade de índices, abrangendo diferentes tipos.

Selecionou-se para compor a amostra da pesquisa, empresas que realizaram o IPO com o devido registro na Comissão de Valores Mobiliários, e, por conseguinte listaram-se na BM&FBOVESPA entre os anos de 2004 e 2010. Esse período está classificado no *site* da Bolsa como período de listagens recentes, motivo que levou a escolha do período para a análise, pois proporcionou certa facilidade em se obter os dados. Iniciou-se o período da análise com o ano de 2004, pois é o ano mais antigo de que se têm dados disponíveis no *site* da Bolsa. O ano de 2010 é o período findo, pois as últimas demonstrações que se têm disponíveis até a conclusão deste estudo são as referentes ao exercício de 2011, emitidas com data de 31 de dezembro.

No período mencionado 127 empresas realizaram IPO. Dentre essa amostra selecionada, foram excluídas da análise aquelas que realizaram a oferta inicial através de BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*), que são títulos emitidos por empresas de capital

aberto com sede no exterior, totalizando 8 companhias, por se tratarem de empresas não brasileiras. Foram eliminadas do estudo também as empresas em que não houve a disponibilidade das demonstrações financeiras do período que antecede a oferta inicial, que totalizaram 37, seja pela falta da divulgação das informações, ou de terem fechado o capital e até por ocorrência de fusões, incorporações e falências. Portanto, a amostra final ficou composta por 82 empresas. As empresas de capital aberto listadas na Bolsa estão classificadas conforme o ano em que realizaram o IPO, e foram elencadas conforme a tabela abaixo.

Tabela 1 – Listagem de empresas com IPO e listagem na BM&FBOVESPA entre 2004/ 2010

Ano de realização do IPO	Número de Empresas
2004	07
2005	09
2006	26
2007	64
2008	04
2009	06
2010	11
Total	127

Fonte: Adaptado do *site* BM&FBOVESPA.

A amostra selecionada para este estudo se classifica como não probabilística, pois não é possível generalizar os resultados, já que a análise realizada foi composta por apenas um conjunto específico de empresas; os resultados que serão encontrados ficaram restritos a apenas esse conjunto de amostra. (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

As informações necessárias referentes às empresas acima relacionadas foram coletadas nos *web sites* da BM&FBOVESPA e das próprias companhias, e no portal da CVM. Os dados coletados serviram para que fossem realizados os cálculos dos índices financeiros, meio que viabilizou as análises das empresas nos períodos anteriores e posteriores à abertura do seu capital.

Coletaram-se as informações financeiras pertinentes ao ano anterior ao da abertura do capital de cada empresa e ao ano posterior a que a ação ocorreu, para que as possíveis mudanças pudessem ser observadas e analisadas. No quadro que segue abaixo, mostram-se elencados os índices financeiros que foram calculados para análise de mudanças significantes em seu valor.

Quadro 1 – Índices Econômico-Financeiros Estimados

Tipo do Índice	Nome do Índice	Fórmula
Liquidez	Liquidez Corrente (LC)	$\frac{\text{Ativo Circulante (AC)}}{\text{Passivo Circulante (PC)}}$
	Necessidade de Capital de Giro (NCG)	$\frac{\text{Ativo Circulante Operacional (ACO)} - \text{Passivo Circulante Operacional (PCO)}}{\text{AC} - \text{PC}}$
	Tesouraria (TS)	$\frac{\text{Ativo Circulante Financeiro (ACF)} - \text{Passivo Circulante Financeiro (PCF)}}{\text{AC} - \text{PC}}$
Estrutura	Participação de Capitais de Terceiros (PCT)	Financiamentos/Ativo Total (AT)
	Composição do Endividamento (CE)	Financiamentos de curto prazo / Financiamentos totais

	Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL)	Ativo Imobilizado (AI) / Patrimônio Líquido (PL)
	Cobertura das Despesas Financeiras (CDF)	EBITDA / Despesas Financeiras (DF)
	Alavancagem Financeira (AF)	Ativo Total / PL
	Alavancagem Operacional (AO)	Receita Líquida (RL) / Ativo total
Desempenho	Rentabilidade do Ativo (RSA)	Lucro líquido (LL) / Ativo Total
	Rentabilidade do Patrimônio líquido (RSPL)	Lucro líquido / Patrimônio líquido
	Margem bruta (MB)	Lucro bruto (LB) / Receita líquida (RL)
	Margem operacional (MO)	Lucro operacional (LO) / RL
	Margem líquida (ML)	Lucro líquido / Receita líquida
	Margem EBITDA	EBITDA / Receita Líquida

Fonte: Elaborado pela autora.

Para testar a diferença de comportamento entre os indicadores anteriores e posteriores ao IPO, foram utilizados testes de igualdade de médias para amostras dependentes tanto em versão paramétrica como não-paramétrica. Na paramétrica foi utilizado o Teste de Igualdade de Médias, para amostras emparelhadas, elencado como Teste t, o qual consiste em examinar se a diferença entre as médias de dois grupos de variáveis é significativamente relevante do ponto de vista estatístico. A não-paramétrica se configura no teste de *Wilcoxon*, elencado como Teste z, que analisa a significância das variações comparando se as medidas de posição de duas amostras são iguais no caso em que as amostras são dependentes.

Os testes estatísticos foram realizados com auxílio do programa *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) 17.0, *software* de análise estatística para uso em pesquisas e foram avaliados considerando-se níveis usuais de confiança estatística.

A hipótese testada, tendo em vista a transformação do grau de governança corporativa das firmas que tornam público seu capital, é de que os indicadores financeiros sofreram alteração significativa e significativa estatisticamente, no sentido de apresentar resultados mais favoráveis à avaliação da empresa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabela 2 traz os indicadores necessários à análise da situação de Liquidez das empresas. Os valores não apresentam diferenças significativas, uma vez que os testes não rejeitam a hipótese de igualdade dos índices calculados antes e depois do IPO; a exceção é o índice de liquidez corrente, que se apresenta demonstrando liquidez bem superior após o IPO, provavelmente decorrente da própria captação de recursos.

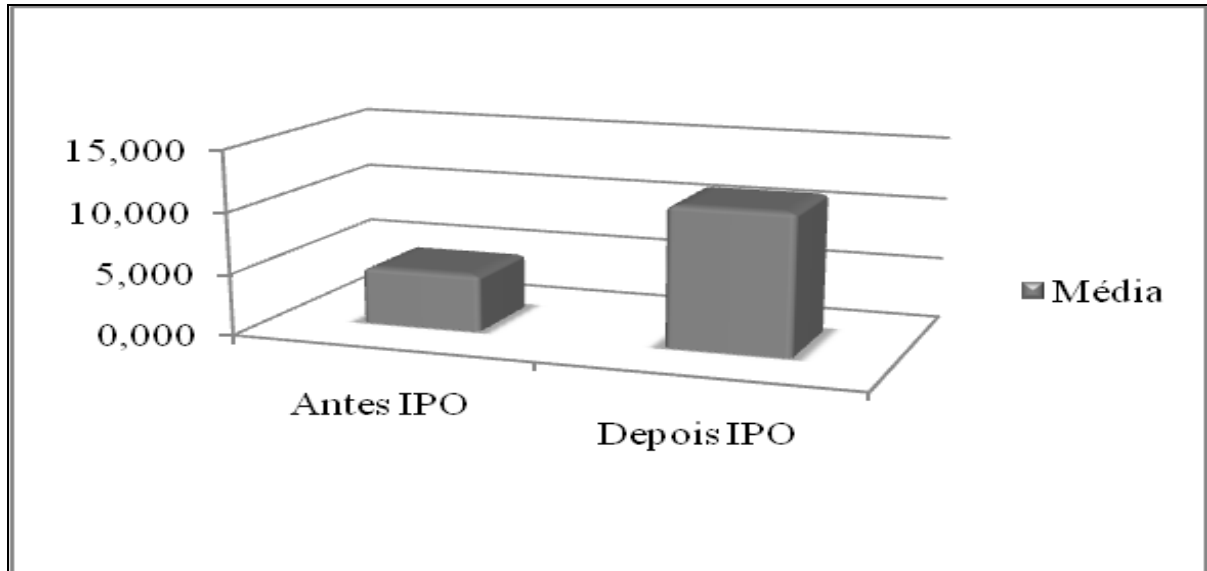
Tabela 2 – Situação de Liquidez

Índice	Antes IPO		Depois IPO		Diferença	Teste t	Teste z
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão			
LC	4,645	10,402	11,383	52,970	-6,738	-1,029	-1,800*
NCG	0,657	1,651	0,678	1,254	-0,020	-0,084	-0,619

TS	0,408	1,734	0,340	1,248	0,068	0,279	-0,613
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--------

Legenda: $LC = \frac{AC}{PC}$; $NCG = \frac{ACO - PCO}{AC - PC}$; $TS = \frac{ACF - PCF}{AC - PC}$. *significante ao nível de 10%.

Gráfico 1 – Variação da média do índice de Liquidez Corrente



Fonte: Elaborado pela autora.

Embora se constate pelo Teste t que nenhum índice de Liquidez apresentou variação estatisticamente significativa após o processo de abertura de capital, pelo Teste z, observou-se que o índice de Liquidez Corrente apresentou diferença relevante do ponto de vista estatístico. Os valores médios do Ativo Circulante se mostraram superiores nos anos posteriores à abertura de capital. Já o Passivo Circulante se mostrou inferior. Isso explica o aumento do valor médio do indicador.

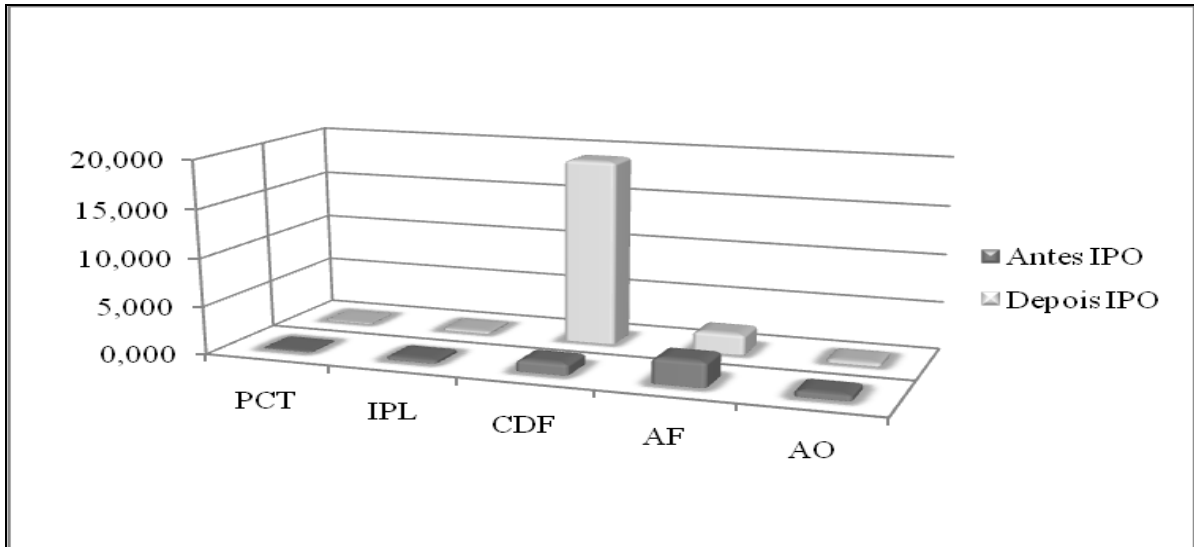
A elevação média dos valores do Ativo Circulante pode ser explicada pela captação de recursos próprios, os quais podem ter sido usados para reduzir o Passivo Circulante, pela recomposição do endividamento de curto prazo. Não houve alteração aparente, por outro lado, na composição do capital de giro líquido, já que Tesouraria e NCG se comportam sem modificações relevantes.

Tabela 3 – Estrutura de Ativos e Passivos

Índice	Antes IPO		Depois IPO		Diferença	Teste t	Teste z
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão			
PCT	0,128	0,180	0,102	0,144	0,026	1,737*	-1,667*
CE	0,301	0,366	0,239	0,323	0,062	1,348	-1,359
IPL	0,380	0,755	0,261	0,500	0,118	1,802*	-2,470**
CDF	1,197	34,475	19,190	45,456	-17,993	-3,069**	-2,556*
AF	2,590	5,428	2,146	1,679	0,443	0,734	-4,094***
AO	0,603	0,877	0,383	0,548	0,219	3,707***	-4,371***

Legenda: $PCT = \frac{Financ}{AT}$; $CE = \frac{FinancCP}{FinancTotais}$; $IPL = \frac{AI}{PL}$; $CDF = \frac{EBITDA}{DF}$; $AF = \frac{AT}{PL}$; $AO = \frac{RL}{AT}$.
 *significante ao nível de 10%; **significante ao nível de 5%; ***significante ao nível de 1%.

Gráfico 2 – Variação da média dos índices do tipo Estrutura



Fonte: Elaborado pela autora.

A tabela 3 traz os indicadores necessários à análise da situação da Estrutura de Ativos e Passivos das empresas. Como se constata, os Testes t e z afirmaram que a realização do IPO ocasionou mudanças relevantes nos seguintes índices: Participação de Capitais de Terceiros (PCT), Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL), Cobertura das Despesas Financeiras (CDF) e Alavancagem Operacional (AO), que apresentaram variações estatisticamente significantes.

O indicador PCT, em média, apresentou redução após a realização da abertura de capital, pois houve automática reestruturação dos Financiamentos, com a entrada de capitais próprios. Ou seja, a captação de recursos próprios propiciou maior disponibilidade de recursos que foram aplicados na redução dos financiamentos de terceiro da entidade.

A imobilização de ativos em relação ao PL mostrou redução após a realização do IPO, o que se explica pelo aumento médio dos valores do PL, em maior proporção do que a elevação média dos valores do Ativo Imobilizado. O acréscimo nos montantes do Patrimônio Líquido se deve a incorporação de valores provindos da captação de recursos próprios, ocasionada pela abertura do capital. Muito provavelmente, a médio prazo, os recursos poderão ser imobilizados se a abertura de capital estiver associada a novos projetos.

O indicador CDF apresentou elevação após a realização da abertura do capital, o que demonstra a vantagem proporcionada pelo processo de IPO. O aumento da capacidade da receita operacional cobrir as despesas financeiras mostra que o retorno proveniente das atividades da empresa foi superior às despesas incorridas em juros, reduzidos pelo resgate de financiamentos.

O índice AO se apresentou menor nos anos após a abertura do capital. Os fatores Receita Líquida e Ativo Total, que compõem o cálculo do indicador, em média, apresentaram aumento, sendo este último em maior proporção àquele, resultando assim na diminuição do

indicador. O aumento dos valores monetários da Receita Líquida pode ser explicado pela elevação das atividades das empresas, gerada pela maior quantidade de recursos aplicados que contribuíram financeiramente para o desempenho das empresas.

O Teste z comprovou que o índice Alavancagem Financeira também sofreu variação significativa. O indicador sofreu redução após a abertura do capital, podendo ser explicado pelo aumento médio dos valores do Ativo Total e do Patrimônio Líquido, este último em maior proporção. Isto implica em menor risco financeiro para as companhias, dado que as despesas fixas com juros foram substancialmente reduzidas.

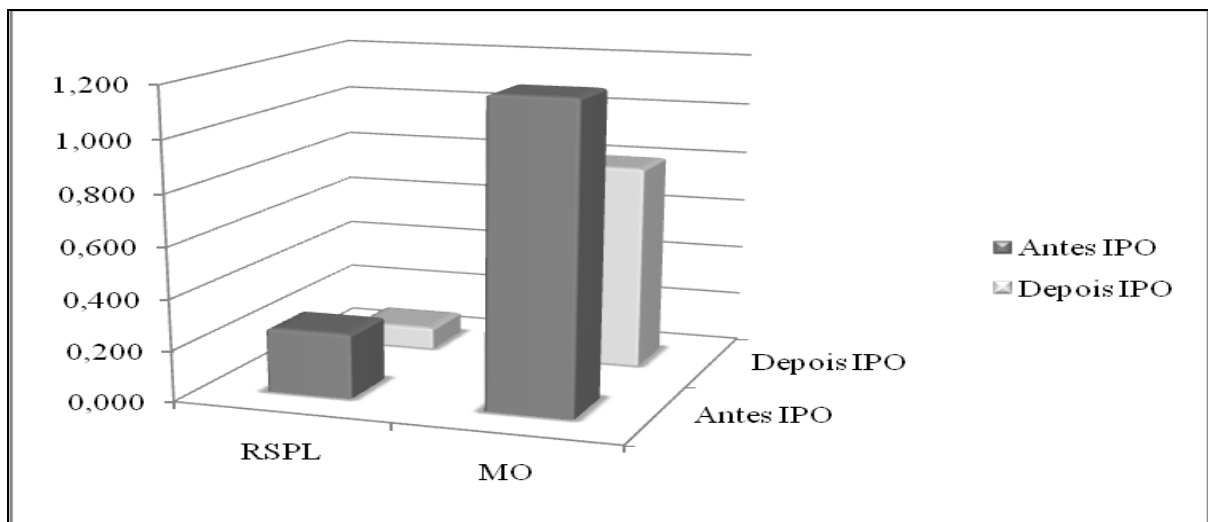
Tabela 4 – Situação de Desempenho

Índice	Antes		Depois		Diferença	Teste t	Teste z
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão			
RSA	0,061	0,176	0,054	0,120	0,006	0,339	-0,823
RSPL	0,253	1,027	0,086	0,297	0,167	1,699*	-2,498**
MB	0,246	0,327	0,248	0,259	-0,002	-0,060	-0,723
MO	1,186	8,641	0,805	32,397	0,382	0,126*	-0,797
ML	0,319	1,371	3,297	22,167	-2,979	-1,267	-0,902
M EBITDA	1,123	8,628	3,591	23,387	-2,468	-1,480	-1,617

Legenda: $RSA = \frac{LL}{AT}$; $RSPL = \frac{LL}{PL}$; $MB = \frac{LB}{RL}$; $MO = \frac{LO}{RL}$; $ML = \frac{LL}{RL}$; $M EBITDA = \frac{EBITDA}{RL}$.

*significante ao nível de 10%; **significante ao nível de 5%.

Gráfico 3 – Variação da média dos índices do tipo Desempenho



Fonte: Elaborado pela autora.

A tabela 4 expõe os resultados encontrados após a aplicação dos testes estatísticos sobre os indicadores de Desempenho e Rentabilidade. Pelo Teste t se constatou que os índices Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) e Margem Operacional (MO) sofreram variação significativa do ponto de vista estatístico.

O índice Retorno sobre o Patrimônio Líquido apresentou redução nos anos posteriores a abertura do capital. As variáveis Lucro Líquido e Patrimônio Líquido sofreram aumento em seus valores médios, sendo que o PL em maior proporção, dada a integralização de capital.

O indicador Margem Operacional também se mostrou menor nos anos posteriores ao IPO. As variáveis que compõem o cálculo do índice apresentaram aumento médio em seus montantes, mas os valores da Receita Líquida aumentaram em uma proporção maior, o que fez com que o índice sofresse redução. O Teste z provou que somente o indicador RSPL apresentou variação significativa.

Os demais índices RSA, MB, ML e M EBITDA não apresentaram modificações relevantes após a realização da abertura de capital, significando que ganhos gerados através das atividades das empresas não sofreram modificações relevantes após a realização da abertura de capital.

5 CONCLUSÕES

O estudo verificou o comportamento de indicadores econômico-financeiros após a realização da abertura de capital por empresas brasileiras, no período 2004/2010, examinando se mecanismos diferenciados de governança corporativa (capital fechado versus capital aberto) contribuíram para a alteração de tais indicadores.

Constatou-se que indicadores de Liquidez, em geral, não apresentaram diferenças significativas. Já a Estrutura de Ativos e Passivos teve seus padrões alterados de forma significativa, no que tange ao endividamento e à parcela de recursos imobilizados, que, por outro lado, não se refletiram na Alavancagem Financeira nem na Operacional. Por fim, ficou patente que o desempenho das empresas não acompanhou a mudança demonstrada na estrutura de seus ativos e passivos, uma vez que os indicadores de rentabilidade, quando significantes, foram menores após o IPO, ou não mostraram diferenças entre os dois momentos.

As alterações detectadas são as esperadas do ponto de vista econômico-financeiro, pois decorrem diretamente do aporte de recursos estáveis, que permitem melhor planejamento das atividades da empresa. Os efeitos, contudo, não se fazem perceber imediatamente ao processo de abertura de capital, a menos de práticas contábeis que gerenciem os resultados divulgados.

Por fim o resultado que também pode ser constatado é o em relação aos níveis de governança corporativa praticados pelas empresas que realizaram a abertura de capital. São notórias principalmente, as divergências entre a divulgação de informações financeiras pelas companhias. Houve dificuldade na obtenção dos dados publicados do ano anterior ao IPO. Isso se deve ao fato de que os gestores desconheciam ou desdenhavam a capacidade de atrair investimentos através de divulgação das informações contábeis pertinentes a entidade. Notou-se também que as companhias que têm suas informações do ano antecedente ao IPO publicadas, fizeram a divulgação somente por exigência das leis que amparam o assunto.

A prática da Governança Corporativa dentro das empresas é a responsável por comandar o que irá ou não ser divulgado. Notou-se que muitas destas companhias, mesmo após a abertura de seu capital, continuam a publicar somente o exigido por lei, não promulgando qualquer informação adicional. Por outro lado, pôde ser observado que há empresas que estão aprimorando seu modo de divulgar as informações pertinentes às atividades das empresas, no momento em que disponibilizam relatórios de informações de sustentabilidade, por exemplo.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, M. M. de. **Introdução à Metodologia do Trabalho Científico**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 111-125.

BAPTISTA, Makilim Nunes. **Metodologia de Pesquisa em Ciências: Análises Quantitativa e Qualitativa**. Rio de Janeiro: LTC, 2007. p. 39-41.

BM&FBOVESPA. **Abertura de Capital**. Por que abrir o capital. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_abertura_capital_porque.asp>. Acesso em 06 abr. 2012.

BM&FBOVESPA. **Como abrir o capital de sua empresa no Brasil (IPO): 2011** Início de uma nova década de crescimento. 1. ed. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/BMFBOVESPA-Como-e-por-que-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>>. Acesso em 28 abr. 2012.

BM&FBOVESPA. **Empresas Listadas**. Listagens Recentes. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em 11 mai. 2012.

BM&FBOVESPA. **Introdução ao Mercado de Capitais**. 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em 29 abr. 2012.

BRASIL. Instrução CVM Nº 480, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 07 dez. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst480.doc>. Acesso em 01 dez. 2012.

_____. Lei Nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 07 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 27 abr. 2012.

_____. Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 27 abr. 2012.

_____. Lei Nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 31 out. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em 27 abr. 2012.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BRENDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999, 6. reimpressão 2007. p. 90-103; 511-517.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010. p. 1-6.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 3-13; 110-116.

LOPES, A. B. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Cengage Learning Editores, 2002.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2005. p. 75-86.

MAMEDE, Gladston. **Manual de Direito Empresarial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 119-123.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007. p. 103-134.

OTANI, Nilo; FIALHO, F. A. P. **TCC: Métodos e Pesquisas**. 2. ed. Santa Catarina: Visual Books, 2011. p. 15-40.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. **Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005. P. 7-30.

WARDIL, Felipe Sacramento. **Análise do Impacto das Ofertas Públicas Iniciais Sobre as Empresas Brasileiras – Utilizando Indicadores Contábeis Calculados a Partir de Evidências Empíricas no Brasil**. 2009. 57 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial)- Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2009.