

Desempenho Operacional e Acionário das Ofertas Públicas Subsequentes de Ações

Operational and Stock Performance of Seasoned Equity Offerings

Márcio André Veras Machado

Doutor em Administração

Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) e em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Cidade Universitária - Campus I. Castelo Branco, CEP: 58059-900 - João Pessoa/PB.
Tel.: (83) 3216-7492 - E-mail: mavmachado@hotmail.com.

Suelle Carielle de Souza e Silva

Mestre em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba (PPGA/UFPB)
Professora da Universidade Federal da Paraíba - UFPB
e-mail - su.cariele@gmail.com

Evemilia Sousa

Mestre em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba (PPGA/UFPB)
Professora do Instituto Federal de Roraima - IFRR
e-mail - evemilia.sousa@ifrr.edu.br

Resumo

Este artigo teve por objetivo investigar se houve mudanças no desempenho operacional e acionário das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), no período de 2004 a 2011, após a realização de ofertas públicas subsequente de ações (SEO's). Espera-se que empresas que realizem SEO possuam desempenho operacional e acionário inferior às empresas não emissoras. De acordo com os resultados obtidos, verificou-se que existe diferença no desempenho operacional entre o período que antecede e sucede a SEO, bem como entre o das emissoras e não emissoras. Quanto ao desempenho acionário, verificou-se que existe diferença um ano antes e após a SEO e quatro anos antes e após a oferta subsequente de ações. Verificou-se, ainda, que não existe diferença entre o desempenho acionário das empresas emissoras de SEO's e o das não emissoras, possivelmente devido ao fato de que, no cenário brasileiro, há poucas ofertas públicas de ações, ficando a análise restrita apenas às empresas representativas no mercado de ações. Ademais, não existe diferença entre o desempenho acionário das empresas pequenas (grandes) que realizaram SEO e o desempenho das empresas pequenas (grandes) que não realizaram SEO. Por fim, identificou-se, por meio de dados em painel, que não existe relação entre o retorno das ações pós SEO com o crescimento histórico da empresa. **Palavras-chave:** Desempenho Operacional; Desempenho Acionário; Ofertas Públicas Subsequentes de Ações (SEO's).

Abstract

This paper aimed to investigate whether there have been changes in the operational and stock performance of firms listed at B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) from 2004 to 2011, after Seasoned Equity Offerings (SEO). We expected that firms who performed SEO have operational and stock performance lower than firms who did not performed. According to the findings for operational performance, we found there is difference in performance before and after SEO, as well as between the firms who performed and did not performed SEO. Regard to stock performance, we found there is no difference in stock performance of firms a year before and

after SEO and four years before and after SEO. We also found there is no difference in stock performance between the firms who performed and did not performed SEO, possibly due to the fact in Brazil there are few public offerings. Moreover, there is no difference between the stock performance of small (large) firms who performed SEO and the performance of small firms (large) that did not performed SEO. Finally, we identified there is no relationship between the stock return after SEO and the firm's past growth.

Key words: Operational Performance; Stock Performance; Seasoned Equity Offerings (SEO).

1 Introdução

A necessidade de capital para o financiamento das operações de longo prazo das empresas pode ser suprida pela captação de recursos externos ou pela utilização de recursos próprios gerados internamente na empresa. A captação de recursos externos ocorre, normalmente, via empréstimos, financiamentos ou emissão de debêntures, enquanto o financiamento por meio de recursos próprios ocorre pela retenção dos lucros e/ou pela integralização de novas ações no mercado acionário.

A captação de recurso pela primeira vez por meio de emissão de ações é conhecida como Oferta Pública Inicial de Ações (*Inicial Public Offerig* – IPO). Dessa forma, por meio de uma IPO, algumas ações da empresa são vendidas para investidores externos, permitindo a negociação nos mercados públicos e, por consequência, capital adicional é acrescentado na empresa, viabilizando seu crescimento (CHEN; LIN; ZHOU, 2005). Após a IPO, as emissões subsequentes de ações para financiamento das atividades da empresa são chamadas de Ofertas Públicas Subsequentes (*Seasoned Equity Offering* – SEO).

Tanto na IPO quanto na SEO, as empresas podem fazer dois tipos de emissões: oferta primária e secundária. Ao fazer uma oferta primária de ações, a empresa emitirá e venderá novas ações ao mercado, levantando, assim, recurso para a empresa, que, por sua vez, pode ser usado para financiar investimentos. Por outro lado, na oferta secundária, quem vende as ações são os *insiders* (empreendedores e/ou alguns de seus atuais sócios), portanto, quando essas ações são vendidas, o recurso levantado não vai para o financiamento da empresa, mas sim para os *insiders* (KIM; WEISBACH, 2008).

A oferta de ações é motivada por três razões não mutuamente excludentes: financiamento de investimentos, transferência de riqueza dos novos acionistas para os acionistas existentes e aumento da liquidez tanto dos *insiders* quanto da empresa. Os recursos captados por meio de oferta pública de ações são utilizados para aumentar os gastos com investimento em pesquisa e desenvolvimento, bem como para investir na expansão da empresa (KIM; WEISBACH, 2008).

Quatro teorias explicam sobre a emissão de capital. Pela teoria *tradeoff*, as empresas emitirão ações quando o seu índice de alavancagem for superior à taxa estimada. Já pela teoria *pecking order*, quando a oferta de capital ocorrer, o capital será usado para financiar investimentos como última fonte de financiamento, após esgotada sua capacidade de endividamento. Em contraste, pela teoria *market timing*, as empresas irão adotar comportamento oportunista, emitindo ações para tirar proveito dos preços elevados.

Dadas às deficiências das teorias *tradeoff* e *pecking order*, a teoria *market timing* se tornou a explicação teórica de destaque para SEO's (BAKER; WURGLER, 2002). Soma-se a isso o fato de que, no Brasil, há evidências de que as empresas brasileiras são oportunistas em sua maioria, captando recursos no momento que for economicamente mais proveitoso, sem se preocupar com a estrutura de capital (EID JR, 1996).

Uma teoria alternativa sobre emissão de capital parte da ideia de que a decisão de emissão de ação depende de como essa decisão vai afetar a escolha de investimento da empresa e como essa escolha, por sua vez, afetará o preço das ações da empresa pós-investimento (DITTMAR; THAKOR, 2007). Assim, uma empresa emitirá ações quando o preço das ações

for alto, porque é quando os investidores têm uma alta propensão a concordar com as decisões gerenciais. Tal aprovação antecipada dos acionistas das decisões corporativas é, portanto, um dos fatores para o momento da emissão de ações.

O financiamento por meio de emissões de ações é uma fonte de recursos que tem como vantagens: menor custo na captação bancária, maior facilidade na obtenção de recursos, liquidez das ações, valorização da marca da empresa, profissionalização da administração e novo relacionamento com os funcionários (RIBEIRO NETO; FAMA, 2002). No Brasil, de acordo com esses autores, a falta de transparência por parte das empresas, o alto custo de manutenção das companhias abertas e a perda da confidencialidade dos dados financeiros eram fatores que dificultavam que mais empresas abrissem capital no Brasil antes dos anos 2000. Para solucionar esses problemas e promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, a antiga BM&FBovespa (atualmente B3) lançou, em 2000, segmentos especiais de listagem de empresas, com o objetivo de promover um ambiente de negociação que estimulasse tanto os interesses dos investidores quanto das companhias.

As principais consequências, documentadas na literatura, da oferta pública inicial ou subsequente de ações são: diminuição do preço das ações da empresa após o anúncio da oferta de ações (ASQUITH; MULLINS, 1986); baixo desempenho no longo prazo das empresas que realizaram SEO's (SPIESS; AFFLECK-GRAVES, 1995); baixo desempenho operacional das empresas que fizeram pequenas emissões de SEO (LOUGHRAN; RITTER, 1997); baixo desempenho acionário, no período de um ano após a SEO, das empresas que crescem mais rapidamente no período de um ano antes da SEO (LOUGHRAN; RITTER, 1997).

Novas emissões de ações são, de fato, boas oportunidades de investimento? Essas oportunidades oferecem bons retornos além do ganho inicial, ou seja, são boas oportunidades de investimento no longo prazo? Diante desses questionamentos, este artigo tem por objetivo investigar se houve mudanças no desempenho operacional e acionário das empresas listadas na B3, no período de 2004 a 2011, após a realização de ofertas públicas subsequente de ações (SEO's). Especificamente, pretende-se: a) investigar se há piora no desempenho operacional e acionário após a oferta de ações; b) averiguar se o desempenho operacional e acionário das empresas emissoras de ações é inferior ao das empresas não emissoras; c) identificar o desempenho operacional das empresas que realizaram grandes (pequenas) emissões de SEO's; d) comparar o desempenho acionário das empresas pequenas (grandes) que realizaram SEO com o das empresas pequenas (grandes) que não realizaram SEO; e) verificar se há relação entre o retorno das ações pós SEO com o crescimento histórico da empresa.

Entender o comportamento do desempenho operacional e acionário pós SEO faz-se necessário, no intuito de investigar se as evidências empíricas observadas no mercado internacional, de que existe piora no desempenho operacional e acionário pós SEO, também são verificadas no Brasil. Por fim, apesar do baixo desempenho da oferta de ações no curto prazo ser bem documentado na literatura, as evidências de que essas ofertas também apresentam pobre desempenho no longo prazo ainda são escassas.

Além desta introdução, o presente artigo é composto por mais quatro partes. Na seguinte, serão abordadas a fundamentação teórica, as evidências empíricas e as hipóteses de pesquisa. Na terceira parte, encontra-se a metodologia. Na quarta, apresenta-se a análise dos resultados. Por fim, são abordadas as considerações finais.

2 Fundamentação Teórica

As principais teorias de financiamento das empresas que fundamentam a emissão de ações são: *trade-off*, *pecking order* e *market timing*. Pela teoria *trade-off*, a empresa é retratada equilibrando o benefício fiscal com a possibilidade de dificuldade financeira. A firma pode substituir capital de terceiros por capital próprio, ou capital próprio por capital de terceiros, até o valor da firma ser maximizado, sendo o valor da firma maximizado quando os benefícios

fiscais marginais proporcionados pelo uso de capital de terceiros forem iguais ao custo marginal relacionado com a probabilidade de falência pelo uso de dívidas. Infelizmente, não existe até agora uma fórmula que permita determinar exatamente o nível ótimo de endividamento para uma empresa. Na prática, os gestores trabalham dentro de uma perspectiva subjetiva, operando num intervalo que eles acreditam ser a estrutura ótima de capital.

Considerando que o modelo estático da teoria *trade-off* não leva em conta os custos de transação e que ele não é variável ao longo do tempo, autores como Fama e French (2002), Shyam-Sunder e Myers (1999) e Flannery e Rangan (2006) desenvolveram modelos dinâmicos de *trade-off*, que, em essência, busca uma estrutura ótima de capital que varia ao longo do tempo, fazendo os ajustes necessários, de maneira a obter a estrutura de capital de melhor relação custo-benefício.

Na teoria *pecking order*, por outro lado, uma empresa não tem uma estrutura de capital bem definida. Segundo Kjellman e Hansén (1995), existem dois caminhos diferentes para explicar essa teoria. A visão tradicional argumenta que a teoria pode ser observada, levando em consideração os altos custos de transação, impostos e os custos de agência. A outra explicação, proposta por Myers e Majluf (1984), é a de que a teoria está relacionada à assimetria de informação, argumentando que as pessoas de dentro da empresa têm mais informação que as de fora.

Dessa forma, se investidores e credores são menos informados que os administradores da empresa sobre o valor de seus ativos e sobre suas perspectivas futuras, então as dívidas e as ações podem ter seus preços fixados erroneamente pelo mercado (MYERS; MAJLUF, 1984). No entanto, embora investidores tenham a fixação dos preços das dívidas e das ações equivocadamente, o temor é muito maior para as ações. Assim, se financiamento externo é requerido, dívidas deveriam ser emitidas antes das ações. Somente quando a empresa alcançar sua capacidade máxima de endividamento é que deveria emitir ações.

Em contraste às teorias predominantes e mais atual, a teoria *market timing*, desenvolvida por Baker e Wurgler (2002), sugere a prática de comportamento oportunista por parte dos gestores, emitindo ações quando os preços estão altos e recomprando-as quando o preço cai, com o objetivo de explorar a flutuação temporária do preço da ação em relação a outras formas de capital. Portanto, diferentemente das abordagens da teoria *trade-off* e *pecking order*, nas quais as escolhas das fontes de financiamento são determinadas por questões internas, a teoria do *market timing* centra-se nas condições externas dos mercados de ações e dívidas (BAKER; WURGLER, 2002). Dadas às deficiências das teorias *tradeoff* e *pecking order*, a teoria *market timing* se tornou a explicação teórica de destaque para SEO's (BAKER; WURGLER, 2002).

3 Evidências Empíricas e Hipóteses de Pesquisa

Loughran e Ritter (1995) documentaram o baixo desempenho operacional das empresas emissoras de IPO ou de SEO, utilizando uma amostra de 4.753 IPO's e 3.702 SEO's realizadas durante o período de 1970 a 1990. Os resultados apontaram que o retorno médio anual durante os cinco anos posteriores à emissão era de apenas 5% para empresas que realizaram uma IPO e 7% para as empresas que realizaram SEO's, enquanto as empresas não emissoras de ações obtiveram um retorno médio anual de 15%. Diante de tais resultados, os autores argumentam que investir em empresas emissoras de ações é muito perigoso para a riqueza dos investidores, pois as empresas que emitiram ações durante 1970 a 1990 foram pobres em investimentos de longo prazo para os investidores.

O desempenho das empresas que realizaram SEO's após cinco anos posteriores à emissão foi investigado por Spiess e Affleck-Graves (1995). Os resultados evidenciaram baixo desempenho no longo prazo das empresas que realizaram SEO's, em comparação com as empresas não emissoras de SEO's, manifestando-se mais graves para aquelas empresas menores, mais jovens e com o menor índice *book-to-market*. A partir desses resultados, os

autores concluíram que, no longo prazo, os retornos anormais negativos não são exclusivos para IPO's, mas sim uma característica encontrada e difundida para todas as ofertas de ações.

Loughran e Ritter (1997) investigaram e compararam o desempenho operacional de empresas que realizaram e não realizaram SEO. Os resultados apontaram que, em períodos anteriores a uma SEO, as empresas apresentaram maiores níveis de desempenho operacional, porém, posteriormente, houve uma deterioração no retorno operacional sobre o ativo (ROA), que era 6,3%, diminuindo para 3,2%, após a emissão. Outra evidência é a de que os retornos das SEO's eram mais baixos para empresas que fizeram pequenas emissões de SEO's, no entanto, a deterioração do desempenho operacional posterior à emissão atingia tanto as empresas que fizeram grandes emissões, quanto as que realizaram pequenas emissões, em comparação às empresas não emissoras. Por fim, os autores concluíram que o baixo retorno das ações após a SEO é devido ao seu rápido crescimento.

O gerenciamento de resultados das empresas em torno do ano da realização da SEO foi investigado por Rangan (1998) como uma possível explicação para o baixo preço das ações e do baixo desempenho obtidos por essas empresas no ano seguinte pós SEO. Os resultados apontaram que o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários durante o ano em torno da realização da SEO era negativamente correlacionado às mudanças nos lucros do ano seguinte. O autor verificou que *accruals* discricionários em torno da realização da SEO preveem retornos das ações ajustados ao mercado no ano seguinte. Por fim, os resultados sugeriram que o mercado de ações não valoriza corretamente as implicações dos *accruals* discricionários dos lucros posteriores à realização da SEO e que as empresas emittentes podem manipular o preço de suas ações por meio do gerenciamento de resultados.

Assim como Rangan (1998), Teoh, Welch e Wong (1998) verificaram se ajustes nos *accruals* discricionários por meio de escolhas contábeis em períodos que antecedem uma SEO poderiam explicar a baixa performance, no longo prazo, das empresas que se engajaram nesse tipo de operação, utilizando uma amostra de 1.265 empresas emissoras de SEO's, durante o período de 1976 a 1990. Para isso, testaram a hipótese de que o gerenciamento de resultados aumenta o lucro líquido ao redor do período de uma SEO, mas, em exercícios seguintes, ocorre um declínio no lucro líquido causado pela correção dos ajustes realizados em exercícios anteriores. Os resultados apontaram que os *accruals* discricionários crescem antes da SEO, atingem um pico no ano de realização e declinam nos anos seguintes à realização da SEO. No entanto, observaram que, para o fluxo de caixa, ocorreu justamente o contrário, ou seja, baixos fluxos de caixa antes da emissão e melhores fluxos de caixa pós emissão da SEO.

Denis e Sarin (2001) examinaram a reação dos preços das ações a anúncios de resultados das empresas nos cinco anos posteriores a uma realização de uma SEO e testaram a possibilidade de o mercado ser surpreendido pelo fraco desempenho das ações após a realização de uma SEO. Os resultados indicaram que, no longo prazo, após a realização da SEO, as empresas emissoras obtiveram baixo desempenho do preço das ações e quedas nos lucros em comparação às empresas não emissoras de SEO. Além disso, verificaram que, para as empresas que realizaram pequeno volume de emissão de ações, uma parte do baixo desempenho de longo prazo é ocasionada pelo excesso de otimismo dos investidores, que superestimam os lucros futuros dessas empresas. No entanto, para as grandes emissoras de ações, os resultados não fornecem nenhum suporte para a hipótese de excesso de otimismo dos investidores. Quanto à reação dos preços das ações a anúncios de resultados pós SEO, foram encontradas evidências negativas apenas para as empresas emissoras de menor tamanho e para as empresas com as maiores *accruals* discricionários pré SEO.

Assim como Rangan (1998) e Teoh, Welch e Wong (1998), Cohen e Zarowin (2010) investigaram se havia manipulação do gerenciamento de resultados reais e de exercício em torno de emissões de SEO's. Os resultados indicaram que o baixo desempenho posterior à

emissão de SEO's não é ocasionado apenas por reversão nos *accruals*, mas também reflete as consequências reais das decisões operacionais tomadas para gerenciar lucros.

Verificar se grandes e pequenas empresas tratam emissões de ações de forma diferente foi a hipótese testada por Shu e Chiang (2014). De acordo com os autores, as pequenas empresas utilizam oportunidades geradas pelo tempo de mercado, ao passo que as grandes empresas usam *accruals* discricionários para aumentar seus rendimentos. Os resultados indicaram que as pequenas e grandes empresas adotam diferentes abordagens ao ofertar SEO's no mercado de ações de Taiwan.

Yang, Hsu e Yang (2016) investigaram o pressuposto de que as restrições financeiras e o risco de falência poderiam levar as empresas a obterem maiores ganhos sobre Oferta Pública de Subsequente de Ações (SEOs), mas, no longo prazo, resultaria em desempenho diferente. Os resultados indicaram que as empresas com restrições financeiras e com gerenciamento de resultados rigorosos têm desempenho positivo após SEOs, sugerindo que os seus lucros sinalizam bastante a capacidade de melhorar suas operações após a libertação de inflexibilidade operacional. Por outro lado, Yang, Hsu e Yang (2016) encontraram que as empresas com alto risco de falência e com gestão de resultados rigorosa têm um mau desempenho após SEO, revelando que os gestores inflam ganhos para se beneficiarem de maiores receitas, mas dificilmente podem melhorar suas operações.

A persistência dos retornos anormais de longo prazo após recompra de ações e emissões de Oferta Pública Subsequente de Ações (SEOs) foi investigada por Fu e Huang (2016). Os resultados evidenciaram que, para o período até 2002, os retornos anormais de longo prazo eram significativamente positivos após a recompra de ações (1984-2002) e significativamente negativos para SEOs (1980-2002). No entanto, para o período posterior a 2002 (2003-2012), os retornos anormais no longo prazo desaparecem após recompra de ações e SEOs. De acordo com os autores, o desaparecimento dos retornos anormais no longo prazo está associado tanto a fatores externos de mercado quanto a fatores internos a empresas, tais como: melhorias na eficiência dos preços, aumento do investimento institucional, redução dos custos de negociação, melhora na liquidez, aprimoramento da regulamentação da governança corporativa e da divulgação de informação.

Wadhwa, Reddy e Goyal (2016) examinam, no mercado de capitais indiano, se as emissões de ações são devido à *mispricing* ou à oportunidade de crescimento. Para tanto, o índice *market-to-book* foi decomposto em duas medidas: *market-to-value ratio* (M/V), para mensurar o componente *overvaluation*, e *value-to-book ratio* (V/B), para mensurar a oportunidade de crescimento. Os autores argumentam que os seus resultados a respeito do *market timing* são semelhantes aos de países desenvolvidos, bem como o recurso financeiro decorrente das emissões é usado para financiar oportunidades de investimento, tais como ativos reais, estoque e despesas de capital que agregam valor à empresa. Ademais, o mercado penaliza as empresas que emitem ações sobrevalorizadas para aumentar suas participações em dinheiro, como demonstrado pelo mau desempenho das ações a longo prazo. Por fim, *mispricing* impulsiona ofertas de ações mais do que oportunidades de crescimento.

A qualidade da informação e o desempenho das empresas em torno de Ofertas Públicas Subsequentes de Ações (SEOs) em 18 países da União Europeia (UE) após a promulgação da Diretriz de Abuso de Mercado (MAD) e do Prospecto Directiva (PD) foram examinados por Fauver, Loureiro e Taboada (2017). Os resultados evidenciaram melhor desempenho do retorno das ações pós SEO e um declínio na reação adversa para anúncios de SEO após a promulgação da MAD. Resultados semelhantes, embora mais fracos, foram obtidos pós PD. Fauver, Loureiro e Taboada (2017), esses resultados sugeriram que a promulgação dessas regulamentações melhorou a qualidade da informação e reduziu a assimetria de informação em torno de SEOs.

No Brasil, Guimarães et al. (2013) identificaram os impactos das ofertas públicas subsequentes nos retornos das ações de empresas participantes da carteira teórica do índice

Bovespa, no período de 2001 a 2010. Por meio da metodologia de estudo de eventos, os autores concluíram que o registro da SEO na CVM não impacta significativamente nos retornos das ações das empresas.

Costa e Machado (2014) investigaram se a ocorrência do *market timing* e o estágio do ciclo de vida influenciavam na decisão de realizar SEO em empresas brasileiras. Para isso, investigaram se a probabilidade de uma empresa realizar uma SEO era positivamente relacionada com o índice MB (*market-to-book*), retorno acionário anterior à realização da SEO e tamanho, e negativamente relacionado ao retorno acionário posterior à realização da SEO e anos de listagem da empresa na B3. Como resultados principais, os autores constataram que existe relação entre a realização de oferta pública de distribuição de ações subsequente e o índice MB e o tamanho das empresas. Por outro lado, não foram observadas evidências que confirmem a relação do estágio do ciclo de vida e do retorno acionário, tanto no ano anterior, quanto no ano subsequente à realização da oferta.

Baseado nas evidências empíricas de que empresas que realizaram ofertas públicas subsequentes de ações tiveram desempenho operacional e acionário inferior pós SEO (COHEN; ZAROWIN, 2010; FU; HUANG, 2016; LOUGHRAN; RITTER, 1995, 1997; RANGAN, 1998; TEOH; WELCH; WONG, 1998; SPIESS; AFFLECK-GRAVES, 1995), bem como de que o desempenho operacional e acionário de empresas emissoras de SEO's era inferior ao das empresas não emissoras (DENIS; SARIN, 2001; LOUGHRAN; RITTER, 1995, 1997; SPIESS; AFFLECK-GRAVES, 1995), tem-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1: O desempenho operacional das empresas emissoras de SEO's piora após oferta e é inferior ao das não emissoras.

H2: O desempenho acionário das empresas emissoras de SEO's piora após oferta e é inferior ao das não emissoras.

4 Metodologia

A população consistiu de todas as empresas emissoras de ações subsequentes (SEO) listadas na B3 (Bolsa, Brasil, Balcão), no período de 2004 a 2011. Para a escolha do período inicial, consideraram-se as informações disponíveis na B3 a respeito das SEO's, divulgadas apenas a partir de 2004. Já o período final, foi estabelecido devido à disponibilidade dos dados das empresas quatro anos após a emissão das ações.

A Tabela 1 evidencia o quantitativo de ofertas subsequentes de ações (SEO's), totalizando 94 operações. Para compor a amostra, foram excluídas da população as seguintes empresas:

a) que realizaram apenas ofertas secundárias (totalizando 28 ofertas exclusivamente secundárias, resultando, assim, em 66 possíveis ofertas para a amostra);

b) que, durante o interregno de cinco anos, realizaram mais de uma SEO, a fim de reduzir a dependência para os testes estatísticos (totalizando 28 papéis excluídos, resultando, assim, em 38 possíveis ofertas para a amostra);

c) que não apresentaram os dados necessários para a pesquisa (totalizando 4 papéis excluídos).

Após a aplicação dos filtros, segundo os critérios definidos, a amostra foi composta por 34 ofertas subsequentes de ações, conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Quantidade de SEO

Ano	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total
População	8	10	16	12	8	18	11	11	94
Amostra	3	2	9	3	3	3	5	6	34

Fonte: B3, 2016

Em seguida, tomou-se como referência os critérios de Loughran e Ritter (1997), para selecionar 34 empresas que não emitiram ações no período analisado, para efeito de comparações com as 34 empresas emissoras. Assim, foram selecionadas empresas com características próximas às empresas emissoras, atendendo aos seguintes critérios:

- a) serem do mesmo setor NAICS (*North American Industry Classification System*) das empresas emissoras;
- b) não terem realizado SEO durante os cinco anos posteriores ao ano da oferta da empresa emissora;
- c) o tamanho do ativo, no ano da SEO, da empresa não emissora tenha entre 25% e 200% do tamanho do ativo da empresa emissora;
- d) o valor do ROA da empresa não emissora seja o mais próximo possível do ROA da empresa emissora no ano da SEO.

Para nove papéis, não foram encontradas empresas correspondentes não emissoras, seguindo os critérios 'a', 'c' e 'd'. Logo, foram selecionadas empresas não emissoras a partir dos seguintes critérios (LOUGHRAN; RITTER, 1997): o tamanho do ativo deveria estar entre 90% a 110% do tamanho do ativo da empresa emissora e o índice ROA deveria ser o mais próximo possível do índice ROA das emissoras. Para encontrar uma empresa correspondente não emissora para as empresas Vale do Rio Doce e Petrobras, considerou-se o percentual mínimo de 50% para o tamanho do ativo, uma vez que não foi encontrada uma empresa que atendesse ao critério de 90% do tamanho do ativo.

Por fim, em cada ano de referência de emissão de SEO (2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011), obteve-se uma amostra composta por empresas que realizaram e não realizaram SEO, totalizando, assim, 68 empresas, das quais metade realizaram e metade não realizaram SEO. No Quadro 1 (Apêndice), são evidenciadas as empresas que realizaram e as que não realizaram SEO. A coleta dos dados foi realizada no banco de dados Economatica. Para definir a classe das ações das empresas emissoras, foi verificado, no prospecto, se a oferta pública se tratava de ações ordinárias ou preferenciais. Já para as empresas não emissoras, escolheu-se o papel com maior liquidez.

As variáveis utilizadas neste estudo foram: ROA Passado, ROA Futuro e retorno das ações passado e futuro. O ROA foi obtido por meio da divisão do EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*) pelo Ativo Operacional. O embasamento teórico para a utilização da variável ROA para mensurar o desempenho operacional na presente pesquisa encontra-se nos trabalhos de Loughran e Ritter (1995, 1997), os quais utilizaram o ROA como *proxy* do desempenho operacional.

Para cada variável da empresa, foram coletadas as informações referentes a quatro anos anteriores e posteriores ao ano de referência. Por exemplo, considerando 2004 como o ano de referência, os dados coletados referem-se a 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008. Os dados coletados foram trimestrais, com o intuito de implementar técnicas estatísticas paramétricas. Para o ano t , há, no máximo, 136 observações de cada variável estudada (4 trimestres vezes 34 empresas), onde t varia de -4 a +4 anos, representando o período que antecede ou sucede à oferta subsequente de ações.

Com o propósito de verificar se existiam ou não diferenças significativas no desempenho operacional e acionário das empresas emissoras antes e após a emissão de SEO's no horizonte temporal de quatro anos anteriores e posteriores à realização da SEO, foi realizado o teste t para amostras emparelhadas. O teste t para amostras independentes foi utilizado, para realizar as comparações de desempenho operacional e acionário entre as empresas emissoras e não emissoras. Alternativamente, foram utilizados testes não paramétricos, com o intuito de corroborar com os resultados encontrados.

Por fim, buscou-se verificar se o baixo desempenho acionário das empresas emissoras pós SEO é justificado pelo fato de essas empresas crescerem mais rapidamente, uma vez que

as empresas emissoras tendem a ter: (a) alto crescimento; (b) baixo retorno das ações pós SEO (LOUGHRAN; RITTER, 1997). Assim, para verificar se há relação entre o retorno das ações pós SEO com o crescimento histórico da empresa, realizou-se uma regressão com dados em painel, conforme Equação 1, em que a variável dependente é o retorno anual da ação e as variáveis independentes são a taxa anual de crescimento da empresa e duas variáveis *dummies*, conforme Loughran e Ritter (1997).

$$r_i - r_m = \alpha_0 + \alpha_1 Crescimento_i + \alpha_2 DummySEO_i + \sum_{j=2004}^{2011} \alpha_3 Dummy_j + \varepsilon_i \quad (1)$$

O crescimento da empresa foi mensurado pela taxa de variação percentual anual do ativo total. O retorno utilizado (r_i) refere-se ao retorno um ano após a SEO menos o retorno do Ibovespa (r_m) referente ao mesmo período. A variável *dummy SEO_i* utilizada refere-se ao fato de a empresa ter realizado ou não SEO, sendo atribuído o valor 1 se a empresa tiver realizado e 0 caso contrário. A variável *dummy_j* utilizada refere-se ao ano de realização de SEO, sendo 1 para o ano da emissão e 0 caso contrário.

5 Análise dos Resultados

A amostra é composta por empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) que realizaram ofertas subsequentes de ações, no período de 2004 a 2011. Para comparar o desempenho operacional e acionário das empresas que realizaram SEO, foi obtida uma amostra de empresas que não realizaram SEO, conforme critérios definidos na metodologia.

Em média, as empresas ofertaram em torno de 4,927 bilhões de reais em ações, sendo R\$ 4,764 bilhões referentes à oferta primária. As empresas fizeram uma oferta primária de, no mínimo, R\$ 31,9 milhões em ações e, no máximo, de R\$ 120,248 bilhões de ações. Já a oferta secundária emitida pelas empresas foi, em média, de R\$ 162,512 milhões em ações, havendo casos de empresas que não realizaram ofertas secundárias (oferta zero) e, no máximo, R\$ 1,285 bilhão em ações. No que diz respeito ao tamanho do ativo das empresas no ano de realização da SEO, observou-se um tamanho médio de R\$ 28,238 bilhões, variando de R\$ 415,920 milhões (correspondente a RAPT4) a R\$ 519,970 bilhões (correspondente a PETR3).

Na Tabela 2, evidenciam-se as médias e medianas do desempenho operacional das empresas que realizaram e não realizaram SEO. A *proxy* utilizada para o desempenho operacional foi o Retorno Operacional do Ativo (ROA). Percebe-se uma tendência decrescente quase monotônica do desempenho operacional para as empresas que realizaram SEO [-4; +4]. Observa-se que, um ano antes da oferta, há uma melhoria no desempenho operacional das empresas emissoras e, após a emissão, o desempenho operacional das empresas emissoras declina, corroborando os achados de Cohen e Zarowin (2010). Por outro lado, quando se observa as empresas não emissoras, percebe-se que não há uma tendência no desempenho operacional. Dessa forma, percebe-se que, em geral, as empresas emissoras, ao longo do tempo, possuem um desempenho operacional pior em relação às empresas não emissoras.

Logo, os resultados encontrados na Tabela 2 corroboram os achados de Spiess e Affleck-Graves (1995) e Loughran e Ritter (1997). Os primeiros encontraram baixo desempenho no longo prazo das empresas que realizaram SEO, em comparação às empresas não emissoras. Os últimos encontraram, tanto para emissoras, quanto para não emissoras, que o desempenho operacional cai no período de quatro anos antecedentes e posteriores à emissão.

Para verificar se há diferenças no desempenho operacional anterior e posterior à emissão, bem como se há diferenças no desempenho operacional das empresas que emitem ou não SEO, realizou-se o teste de igualdade de médias. Para isso, realizou-se o teste de *t de student* para amostras emparelhadas, com o intuito de verificar se o desempenho operacional antes da

emissão da SEO era igual ao desempenho operacional após a emissão. Além disso, realizou-se o teste *t* para amostras independentes, para verificar se o desempenho operacional das empresas que realizaram SEO era igual ao desempenho operacional das empresas que não realizaram.

Tabela 2 - Desempenho Operacional (ROA) das empresas emissoras e não emissoras

Ano Fiscal	Emissoras		Não Emissoras	
	Média	Mediana	Média	Mediana
-4	10.79%	6.53%	8.30%	4.49%
-3	8.87%	5.29%	6.70%	4.33%
-2	7.78%	5.16%	5.90%	4.47%
-1	8.70%	6.90%	5.71%	4.40%
0	7.66%	5.76%	5.35%	4.47%
+1	6.38%	4.80%	5.07%	4.94%
+2	6.34%	4.76%	5.27%	5.28%
+3	6.10%	4.83%	4.18%	4.26%
+4	4.81%	3.23%	5.81%	4.77%

Os resultados apresentados na Tabela 3 evidenciam que, independente do horizonte temporal, há diferença significativa no desempenho operacional das empresas antes e após a oferta subsequente de ações. Os resultados evidenciados nas Tabelas 2 e 3 corroboram os achados de Spiess e Affleck-Graves (1995), Loughran e Ritter (1997) e Cohen e Zarowin (2010), em que foi detectado que há um declínio no desempenho operacional das empresas após a SEO.

Tabela 3 – Resultado do Teste *t* do desempenho operacional anterior e posterior à emissão de SEO

Comparação dos Períodos	Média	Desvio-Padrão	Erro Padrão Médio	<i>t</i>	Df	<i>p</i> -valor
-4 e +4	6,29	28,52	3,41	1,85	69	0,069
-3 e +3	2,73	13,10	1,31	2,09	99	0,040
-2 e +2	1,44	8,87	0,83	1,73	113	0,086
-1 e +1	2,34	5,58	0,51	4,64	121	0,000

Na Tabela 4, é apresentado o resultado do teste paramétrico para diferença de médias (teste *t de student*). Verifica-se que, ao nível de significância de 1%, no ano anterior à SEO e no ano da realização da SEO, pode-se rejeitar a hipótese de que o desempenho operacional das empresas que realizaram e não realizaram oferta subsequente de ações é igual. Nos demais anos, não se pode rejeitar a hipótese de que o desempenho operacional das empresas é igual, independentemente de ter realizado SEO.

Embora se verifique, na Tabela 2, diferença no desempenho operacional das empresas que realizaram e não realizaram SEO, pode-se constatar, na Tabela 4, que essa diferença no desempenho operacional é significativa apenas no ano da oferta e no ano que antecede à oferta pública subsequente. Isto é, com exceção do ano que antecede à SEO e do ano da oferta subsequente, não existem evidências para afirmar que há diferença significativa entre o desempenho operacional das empresas que realizaram SEO e o das que não realizaram.

Tabela 4 – Resultado do Teste *t* do Desempenho operacional das empresas emissoras e não emissoras de SEO

Ano Fiscal	Há igualdade da variância?	Teste Levene para igualdade da variância		Teste <i>t</i> para igualdade de médias		
		F	p-valor	t	Df	p-valor
-4	Sim	0,689	0,408	0,841	183	0,402
	Não			0,792	124,718	0,430
-3	Sim	1,568	0,212	1,342	220	0,324
	Não			1,332	206,761	0,184
-2	Sim	0,956	0,329	1,267	237	0,206
	Não			1,286	224,798	0,200
-1	Sim	1,789	0,182	3,360	254	0,001
	Não			3,337	238,139	0,001
0	Sim	0,268	0,605	2,811	259	0,005
	Não			0,268	0,605	2,811
+1	Sim	1,462	0,228	1,633	260	0,104
	Não			1,638	252,251	0,103
+2	Sim	3,293	0,071	0,877	260	0,382
	Não			0,884	208,862	0,378
+3	Sim	3,225	0,074	1,176	253	0,241
	Não			1,179	161,651	0,240
+4	Sim	2,051	0,153	-0,617	240	0,538
	Não			-0,624	168,663	0,534

Em contraste, Loughran e Ritter (1997) evidenciaram uma deterioração significativa no desempenho operacional das empresas emissoras em relação às não emissoras nos quatro anos que sucedem à emissão. Essa divergência de resultados pode ser atribuída ao fato de que, no cenário brasileiro, há poucas ofertas públicas de ações, ficando a análise restrita apenas a empresas representativas no mercado de ações, além de as características da economia divergirem, uma vez que o estudo de Loughran e Ritter (1997) foi realizado em um mercado desenvolvido e esta pesquisa em um mercado emergente. Pode-se sugerir que a diferença de desempenho operacional no ano que antecede à emissão de ação é, também, ocasionada pelo gerenciamento de resultados, uma vez que havia uma tendência de queda no desempenho operacional quatro anos antes à emissão, entretanto, no ano da emissão, ocorreu uma melhora no desempenho operacional.

Investigou-se, ainda, o desempenho operacional das empresas que realizaram grandes e pequenos volumes de SEO's. Especificamente, empresas que realizaram maiores ofertas possuem mais recursos para investimentos na empresa e, conseqüentemente, maior desempenho operacional. Assim, foi investigado se, após a realização da SEO, o desempenho operacional das empresas que realizaram grandes emissões era igual ao desempenho operacional das empresas que realizaram pequenas emissões. Para categorizar grandes e pequenas emissões, os dados referentes ao ano fiscal relativo à oferta foram separados em dois grupos, tendo como ponto de separação a mediana. Assim, a empresa com volume de oferta menor que a mediana foi classificada como pequena emissão. Já a empresa com volume de oferta maior que a mediana foi classificada como grande emissão.

Na Tabela 5, é apresentado o valor da mediana, mínimo e máximo do ROA das empresas que realizaram SEO. Percebe-se que, com exceção do segundo ano após a SEO, as empresas que realizaram grandes emissões obtiveram um desempenho operacional superior em relação às empresas que realizaram pequenas emissões, sugerindo que as empresas que fizeram grande volume de SEO destinaram o recurso recebido em oportunidades de investimentos melhores, fazendo com que a razão lucro operacional por ativo operacional seja superior em relação às

empresas que fizeram pequenas emissões. No entanto, pelo Teste *t* de *Student*, verificou-se que a diferença do desempenho operacional após a SEO entre empresas que realizaram pequena e grande emissão não é estatisticamente significativa ao nível de significância a 10% (Tabela 6).

Tabela 5 - Desempenho Operacional por volume de emissão

Volume de Emissão SEO						
Ano fiscal	Pequeno			Grande		
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
	Mediana	Mínimo	Máximo	Mediana	Mínimo	Máximo
+1	4,66	-4,59	29,81	4,83	-1,71	21,10
+2	5,10	-16,68	26,90	4,73	-10,63	31,04
+3	4,38	-8,40	37,70	5,04	-3,28	23,76
+4	2,45	-12,70	43,55	3,89	-6,65	22,76

Tabela 6 – Resultado do Teste *t* do Desempenho operacional das empresas emissoras de grande e pequeno volume de SEO

Ano Fiscal	Há igualdade da variância?	Teste Levene para igualdade da variância		Teste <i>t</i> para igualdade de médias		
		F	p-valor	t	df	p-valor
+1	Sim	1,347	0,248	0,223	127	0,824
	Não			0,226	124,568	0,821
+2	Sim	2,509	0,116	0,148	127	0,883
	Não			0,150	125,370	0,881
+3	Sim	1,674	0,198	0,336	125	0,737
	Não			0,342	123,879	0,733
+4	Sim	4,784	0,031	-0,183	117	0,855
	Não			-0,190	105,163	0,850

Quanto ao desempenho acionário, na Tabela 7, evidenciam-se as médias dos retornos das ações das empresas que realizaram e não realizaram SEO. O desempenho acionário foi mesurado na forma logarítmica, a partir das cotações trimestrais ajustadas aos dividendos. Percebe-se uma tendência decrescente no desempenho acionário para as empresas emissoras e não emissoras. Para as emissoras, a média cai de 8,03% a.t., referente ao quarto ano anterior à emissão, para -2,97% a.t. no quarto ano após a emissão. Quando se observa as empresas não emissoras, percebe-se que, no período que antecede e sucede em quatro anos a SEO, o desempenho acionário das empresas diminui de 3,50% a.t. para -1,34% a.t. Observa-se, ainda, uma maior dispersão dos retornos para as empresas que realizaram SEO.

Observa-se, também, que, um ano antes da oferta, o retorno das empresas que realizaram SEO é superior ao retorno das empresas não emissoras. Após a realização da SEO, com exceção do terceiro ano, as empresas emissoras obtiveram, em média, um retorno menor comparativamente às empresas não emissoras. Por fim, percebe-se que, um ano após a oferta, o retorno das ações cai, tanto para empresas emissoras quanto para não emissoras.

Tabela 7 - Retorno acionário das empresas emissoras e não emissoras

Ano fiscal	Emissoras	Não Emissoras
-4	8,03%	3,50%
-3	-3,01%	2,03%
-2	2,65%	6,08%
-1	10,19%	6,11%
0	7,51%	9,30%
+1	1,24%	4,78%
+2	-3,12%	-2,31%
+3	2,63%	1,20%
+4	-2,97%	-1,34%
-4 → -1	4,73%	4,52%
+1 → +4	-0,53%	0,60%

Ainda na Tabela 7, verifica-se que, em média, as empresas emissoras possuem um retorno acionário de 4,73% a.t. nos quatros anos que antecedem às emissões, enquanto as empresas não emissoras possuem um retorno médio de 4,52% a.t., no mesmo período, ou seja, as empresas que decidiram realizar SEO apresentam maior desempenho acionário médio nos quatro anos que antecedem à oferta pública subsequente comparativamente às empresas que não realizaram SEO.

Já nos quatros anos que sucedem à realização da SEO, as empresas emissoras obtiveram um retorno acionário médio de -0,53% a.t., enquanto as empresas não emissoras 0,60% a.t., ou seja, o desempenho acionário médio das empresas que realizam ofertas subsequentes de ações, nos quatros anos posteriores à oferta, é menor que o das empresas que não realizaram SEO. Esses resultados vão ao encontro dos achados de Loughran e Ritter (1995), os quais encontraram que retorno médio anual durante os cinco anos posteriores à emissão é de 7% para as empresas que realizaram SEO e de 15% para as empresas não emissoras de ações. Denis e Sarin (2001) também encontraram que, no longo prazo, as empresas que realizaram SEO obtiveram baixo desempenho do preço das ações em comparação às empresas não emissoras de SEO.

Ademais, foi examinado se há diferenças no desempenho acionário antes e após a realização da SEO. Por meio da Tabela 8, verifica-se que há diferença significativa do desempenho acionário das empresas um ano antes e após a SEO e quatro anos antes e após a oferta subsequente de ações.

Tabela 8 – Resultado do Teste *t* do Desempenho acionário anterior e posterior à emissão de SEO

Comparação dos Períodos	Média	Desvio-Padrão	Erro Padrão Médio	<i>t</i>	df	<i>p</i> -valor
-4 e +4	9,90	29,81	4,13	2,394	51	0,020
-3 e +3	-4,76	31,59	3,53	-1,349	79	0,181
-2 e +2	2,78	51,16	5,22	0,532	95	0,596
-1 e +1	10,33	35,78	3,31	3,123	116	0,002

Ao comparar o retorno das ações das empresas que realizaram SEO com o retorno das empresas que não realizaram para um mesmo intervalo de tempo, pode-se perceber, na Tabela 9, que o desempenho acionário não difere estatisticamente, independente do horizonte temporal. Ou seja, para um dado ano de realização da SEO, não existem evidências para afirmar que há diferença significativa entre o desempenho acionário das empresas que realizaram SEO e o das que não realizaram. Sendo assim, a diferença dos retornos das ações, observada na Tabela 9, não é significativa estatisticamente ao nível de 10%. Loughran e Ritter (1997) encontraram que as empresas emissoras têm um desempenho acionário pior, estatisticamente significativo, em relação às empresas não emissoras, durante o segundo ano até o quinto ano

após a emissão. Essa divergência de resultados pode ser atribuída ao fato de que, no cenário brasileiro, há poucas ofertas públicas de ações, ficando a análise restrita apenas às empresas representativas no mercado de ações. Pode-se inferir, ainda, que os investidores não avaliam emissoras e não emissoras de maneira diferente.

Tabela 9 – Resultado do Teste *t* do desempenho acionário das empresas emissoras e não emissoras de SEO

Ano Fiscal	Há igualdade da variância?	Teste Levene para igualdade da variância		Teste <i>t</i> para igualdade de médias		
		<i>F</i>	<i>p</i> -valor	<i>t</i>	df	<i>p</i> -valor
-4	Sim	1,796	0,182	1,083	159	0,281
	Não			1,135	117,256	0,259
-3	Sim	0,607	0,437	-1,096	202	0,275
	Não			-1,126	183,531	0,262
-2	Sim	4,169	0,042	-0,771	225	0,442
	Não			-0,723	150,893	0,471
-1	Sim	0,679	0,411	1,275	250	0,203
	Não			1,269	240,166	0,206
0	Sim	1,116	0,292	-0,544	265	0,587
	Não			-0,544	264,663	0,587
+1	Sim	1,921	0,167	-1,290	267	0,198
	Não			-1,289	252,042	0,199
+2	Sim	2,216	0,138	-0,303	264	0,762
	Não			-0,302	257,464	0,763
+3	Sim	0,796	0,373	0,502	263	0,616
	Não			0,796	0,373	0,502
+4	Sim	1,623	0,204	-0,688	255	0,492
	Não			-0,688	252,695	0,492
-4 a -1	Sim	0,908	0,341	0,105	842	0,916
	Não			0,103	681,244	0,918
+1 a +4	Sim	1,049	0,306	-0,839	1055	0,402
	Não			-0,839	1054,992	0,402

Por fim, as empresas foram separadas em dois grupos, com base no tamanho do ativo total. As empresas emissoras de SEO foram organizadas em ordem crescente pelo tamanho do ativo referente ao ano da realização da SEO. Em seguida, o valor mediano foi obtido, separando, assim, a amostra em dois grupos de tamanho (SHU; CHIANG, 2014): pequena e grande empresa. O mesmo procedimento foi realizado com as empresas não emissoras correspondentes. A Tabela 10 evidencia os valores médios dos retornos das ações das empresas classificadas como pequena e grande e a Tabela 11 apresenta os resultados do teste paramétrico para diferença no desempenho acionários das empresas.

Tabela 10 - Desempenho acionário das empresas grandes e pequenas

Ano fiscal	Realizou SEO?	Retorno Pequena Empresa	Retorno Grande Empresa
+1	Sim	-0,03%	2,50%
	Não	4,00%	5,53%
+2	Sim	-3,86%	-2,43%
	Não	-1,73%	-2,87%
+3	Sim	6,91%	-1,40%
	Não	2,92%	-0,44%
+4	Sim	-1,08%	-4,64%
	Não	2,68%	-5,29%

Por meio da Tabela 10, percebe-se que, um ano após a emissão da SEO, para as pequenas empresas, o retorno das ações das empresas emissoras é de -0,03%, enquanto o retorno das não emissoras é de 4%. Ou seja, as emissoras obtiveram um desempenho acionário pior que as empresas não emissoras, um ano após a oferta subsequente das ações. No segundo ano após a realização da SEO, a performance acionária das pequenas empresas que realizaram SEO ainda é inferior ao desempenho acionário das empresas correspondentes. No terceiro ano após a SEO, as empresas emissoras apresentaram desempenho acionário superior, sendo de 6,61% e as não emissoras de 2,92%. Já no quarto ano após a SEO, as empresas não emissoras apresentaram melhor desempenho acionário que as emissoras.

Embora, economicamente, observam-se diferenças no desempenho acionário das empresas pequenas que realizaram ou não SEO, essas diferenças não são estatisticamente significativas ao nível de 10%, conforme pode ser observado na Tabela 11. Loughran e Ritter (1997) encontraram, para as empresas pequenas, que o retorno médio dos cinco anos subsequentes às ofertas das empresas emissoras é de 1,6%, enquanto das empresas não emissoras é de 15,2%.

Por outro lado, as empresas classificadas como grandes, um ano após a realização da SEO, o retorno das ações das empresas emissoras é de 2,5%, enquanto das empresas não emissoras é de 5,53%. Ou seja, as emissoras obtiveram um desempenho acionário melhor que as empresas não emissoras, um ano após a realização da SEO. Nos demais anos, o retorno acionário das empresas emissoras e não emissoras é negativo, sendo a queda no retorno das empresas emissoras menor no segundo e quarto ano após a emissão.

Embora, economicamente, existam diferenças no desempenho acionário das empresas grandes que realizaram ou não SEO, essas diferenças não são estatisticamente significativas ao nível de 10%, conforme Tabela 11. Loughran e Ritter (1997) encontraram, para as empresas grandes, que o retorno médio dos cinco anos subsequentes às ofertas é de 13,6% para as empresas emissoras, enquanto para as empresas não emissoras é de 18,6%. Tal divergência pode ser atribuída ao fato de que a diferença de tamanho entre as grandes e as pequenas empresas do mercado americano é maior que o tamanho da diferença entre as empresas grandes e pequenas brasileiras, fazendo com que os investidores nacionais avaliem de forma distinta as empresas nacionais comparado aos investidores americanos.

Adicionalmente, foram realizados testes não paramétricos correspondentes aos testes paramétricos empregados na pesquisa, sendo obtidos resultados semelhantes aos apresentados neste trabalho.

Tabela 11 – Resultado do Teste *t* do desempenho acionário das empresas emissoras e não emissoras separadas pelo tamanho do ativo

Tamanho do Ativo	Ano Fiscal	Há igualdade da variância?	Teste Levene para igualdade da variância		Teste <i>t</i> para igualdade de médias		
			F	p-valor	t	df	p-valor
Pequeno	+1	Sim	1,514	0,221	-1,028	131	0,306
		Não			-1,026	123,721	0,307
	+2	Sim	5,252	0,024	-0,508	128	0,612
		Não			-0,506	114,745	0,614
	+3	Sim	6,072	0,015	1,022	127	0,309
		Não			1,019	109,291	0,310
	+4	Sim	7,319	0,008	-1,276	122	0,204
		Não			-1,260	101,966	0,210
Grande	+1	Sim	0,621	0,432	-0,787	134	0,432
		Não			-0,787	126,231	0,432
	+2	Sim	0,077	0,782	0,129	134	0,897
		Não			0,129	133,128	0,897
	+3	Sim	2,007	0,159	-0,235	134	0,814
		Não			-0,235	123,859	0,814
	+4	Sim	0,064	0,800	0,179	131	0,858
		Não			0,179	129,511	0,858

Por fim, a Tabela 12 apresenta os resultados da regressão com dados em painel para examinar se as empresas que realizam SEO são empresas com alto crescimento e obtêm baixo desempenho acionário pós SEO (LOUGHRAN; RITTER, 1997).

Tabela 12 - Parâmetros estimados para a regressão $r_i - r_m = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Crescimento}_i + \alpha_2 \text{DummySEO}_i + \sum_{j=2004}^{2011} \alpha_3 \text{Dummy}_j + \varepsilon_i$

Variável	Coefficiente	T	p-valor
Crescimento	-0,083	-5,275	0,000
DummySEO	-0,791	-0,207	0,836
Intercepto	16,741	2,782	0,006

A Tabela 12 apresenta os coeficientes e sua significância estatística. Os erros padrão dos parâmetros estimados são consistentes para heterocedasticidade e autocorrelação, usando a matriz robusta de Newey-West. Consta-se que o crescimento da empresa é negativamente relacionado com o retorno subsequente ajustado ao mercado, com significância estatística de 1%, sugerindo, portanto, que o baixo desempenho acionário das empresas pós SEO é justificado pelo fato de essas empresas crescerem mais rapidamente, estando desassociado ao fato de a empresa realizar ou não SEO. Assim, tal achado não corrobora os resultados de Loughran e Ritter (1997), os quais evidenciaram que o baixo retorno pós emissão das empresas que realizam SEO é devido ao fato de as empresas crescerem rapidamente no passado.

6 Considerações Finais

Este artigo teve por objetivo, fulcrado na teoria de Market timing, investigar se houve mudanças no desempenho operacional e acionário das empresas listadas na B3, no período de 2004 a 2011, após a realização de ofertas públicas subsequente de ações (SEO's). Em seguida, buscou-se averiguar se existiam diferenças entre o desempenho operacional e acionário das empresas emissoras e não emissoras de SEO. Comparou-se, ainda, a performance operacional das empresas que fizeram grandes emissões em relação às empresas que fizeram pequenas emissões de SEO. Por fim, foi investigado se houve diferença no desempenho acionário das

pequenas empresas que realizaram SEO e as que não realizaram, como também se havia diferença no desempenho acionário das empresas grandes que realizaram ou não SEO.

De acordo com os resultados obtidos referentes ao desempenho operacional, verificou-se que existe diferença no desempenho operacional entre o período que antecede e sucede o SEO, sendo o desempenho deteriorado após a realização da SEO. Quanto à existência de diferença no desempenho operacional das empresas emissoras de SEO's com o das não emissoras, foi verificada diferença significativa apenas no ano corrente e anterior à oferta. Quanto à existência de diferença entre o desempenho operacional das empresas que realizaram grandes emissões de SEO's e pequenas emissões, foi verificado que as diferenças de desempenho não são significantes estatisticamente.

Quanto ao desempenho acionário, verificou-se que existe diferença no desempenho acionário das empresas um ano antes e após a SEO e quatro anos antes e após a oferta subsequente de ações. Ademais, verificou-se que não existe diferença no desempenho acionário das empresas emissoras de SEO's com o das não emissoras, bem como não existe diferença entre o desempenho acionário das empresas pequenas (grandes) que realizaram SEO e o desempenho das empresas pequenas (grandes) que não realizaram SEO. Por fim, não foram observadas evidências da relação entre o retorno das ações pós SEO com o crescimento histórico da empresa.

Portanto, uma vez que o desempenho operacional das empresas emissoras piora após a oferta e é inferior ao das não emissoras, apesar de, nesse caso, restritos aos anos corrente e anterior à oferta, e que a piora no desempenho acionário ficou restrita ao período de um e quatro anos antes e após a oferta, além de não existir diferença entre o desempenho acionário das empresas emissoras e não emissoras, não se pode rejeitar a hipótese 1, mas rejeita-se a hipótese 2 da presente pesquisa.

Verifica-se que a diferença do desempenho operacional entre as empresas emissoras e não emissoras é específica para o ano anterior e corrente à SEO, sugerindo que as empresas procuram melhorar seu desempenho operacional antes da emissão de SEO, uma vez que havia tendência de queda na performance operacional quatro anos antes à emissão. Pode-se inferir, a partir dos resultados, que, após a emissão de ações, não há uma preocupação da empresa em realizar investimentos de longo prazo para os investidores, de modo a manter, pelo menos, o desempenho operacional obtido no ano anterior ou corrente à SEO.

Ademais, sugere-se que não existe diferença no desempenho acionário entre empresas emissoras e não emissoras, a qual pode ser atribuída ao fato de que, no cenário brasileiro, há poucas ofertas públicas de ações, ficando a análise restrita apenas às empresas representativas no mercado de ações. Conseqüentemente, os investidores não avaliam emissoras e não emissoras de maneira diferente. Assim, pode-se sugerir que, no Brasil, os investidores não avaliam o investimento em empresas emissoras de ações como mais arriscado, ao contrário do que acontece no mercado de ações internacional, em que se constata um desempenho acionário inferior após oferta, quando comparado ao desempenho das não emissoras.

Referências

ASQUITH, P.; MULLINS, D. Equity issues and offering dilution. **Journal of Financial Economics**, v. 15, p. 61-89, 1986.

BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structures. **Journal of Finance**, v. 57, n.1, p. 1-30, 2002.

CHEN, K. Y.; LIN, Kuen-Lin; ZHOU, Jian. Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms. **Managerial Auditing Journal**, v. 20, n. 1, p. 86-104, 2005.

COHEN, D. ZAROWIN, P. Z. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, v.50, p. 2-19, 2010.

COSTA, V.; MACHADO, M A. V. Market Timing, Estágio do Ciclo de Vida e Ofertas Públicas de Ações. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v.9, n.2, p. 117-135, 2014.

DENIS, David J.; SARIN, A. Is the market surprised by poor earnings realizations following seasoned equity offerings? **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.36, n.2, p. 169-193, 2001.

DITTMAR, A.; THAKOR, A. Why do firms issue equity? **Journal of Finance**, v.57, p. 1-54, 2007.

EID JR., W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresa**, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. **The Review of Financial Studies**, v.15, n.1, p. 1-33, 2002.

FAUVER, L.; LOUREIRO, G.; TABOADA, A. G. The impact of regulation on information quality and performance around seasoned equity offerings: International Evidence. **Journal of Corporate Finance**, v.44, p. 73–98, 2017.

FLANNERY, M. J.; RANGAN, K. P. Partial Adjustment Toward Target Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, v.79, n.3, p. 469-506, 2006.

FU, F.; HUANG, S. The Persistence of Long-Run Abnormal Returns Following Stock Repurchases and Offerings. **Management Science**, v.62, n.4, p. 964-984, 2016.

GUIMARÃES, N. G. T. *et. al.* Impacto do registro de ofertas públicas subsequentes nos retornos de ações de empresas listadas no segmento Bovespa. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v.9, n.2, p. 45-62, 2013.

KIM, W.; WEISBACH, M.S. Motivations for public equity offers: an international perspective. **Journal of Financial Economics**, v.87, p. 281-307, 2008.

KJELLMAN, A.; HANSÉN, S. Determinants of capital structure: theory vs. practice. **Scand. J. Magmt**, v.11, n.2, p. 91-102, 1995.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. **Journal of Finance**, v. 52, p. 1823-1850, 1997.

LOUGHRAN, T; RITTER, J. The new issues puzzle. **Journal of Finance**, v.50, p. 23-51, 1995.

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, p.187-221, 1984.

RANGAN, Srinivasan. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v.50, n.1, p. 101-122, 1998.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMA, R. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. **Revista de Administração**, v.37, n.1, p. 29-38, 2002.

SHU, P.G.; CHIANG, S.J. Firm size, timing, and earnings management of seasoned equity offerings. **International Review of Economics and Finance**, v.29, p.177-194, 2014.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v.51, n.2, p. 219-244, 1999.

SPIESS, K.; AFFLECK-GRAVES, J. Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v.38, p. 243-267, 1995.

TEOH, S.H; WELCH, I; WONG, T.J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **The Journal of Financial Economics**, v.50, n.1, p. 63-99, 1998.

WADHWA, K.; REDDY, V. N; GOYAL, A. IPOs and SEOs, real investments, and market timing: Emerging market evidence. **Journal of International Financial Markets, Institutions, & Money**, v.45, p. 21-41, 2016.

YANG, T.H.; HSU, J.; YANG, W. B. Firm's motives behind SEOs, earnings management, and performance. **International Review of Economics and Finance**, v.43, p. 160-169, 2016.

APÊNDICE

Quadro 1 - Empresas que realizaram e não realizaram SEO

Ano da SEO	Empresas emissoras	Papel ^a	Empresas não emissoras	Papel ^b
2004	Bradespar	BRAP4	Jereissati	MLFT4
2004	Braskem	BRKM5	Sid Nacional	CSNA3
2004	Suzano Petr	SZPQ4	Unipar	UNIP6
2005	Lojas Renner	LREN3	Lojas Americ	LAME4
2005	Ultrapar	UGPA4	M G Poliest	RHDS3
2006	Cesp	CESP6	Rede Energia	REDE4
2006	Dasa	DASA3	Dixie Toga	DXTG4
2006	Duratex	DURA3	Alpargatas	ALPA4
2006	Localiza	RENT3	Ceg	CEGR3
2006	Randon Part	RAPT4	Marcopolo	POMO4
2006	São Carlos	SCAR3	Sultepa	SULT4
2006	Saraiva Livr	SLED4	Amazonia Celular	TMAC8B
2006	Submarino	SUBA3	Wlm Ind Com	SGAS4
2006	Tam S/A	TAMM4	Mendes Jr	MEND6
2007	Cia Hering	HGTX3	Marisol	MRSL4
2007	Inds Romi	ROMI3	Bardella	BDLL4
2007	Drogasil	RADL3	Dimed	PNVL3
2008	Gerdau Met	GOAU4	Ambev S/A	ABEV3
2008	SLC Agricola	SLCE3	Brasilagro	AGRO3
2008	Vale R Doce	VALE3	Eletrobras	ELET6
2009	BRF Foods	BRFS3	Cosan	CSAN3
2009	Brookfield	BISA3	Rodobensimob	RDN13
2009	MRV	MRVE3	Ampla Energ	CBEE3
2010	Even	EVEN3	João Fortes	JFEN3
2010	JBS	JBSS3	Klabin S/A	KLBN4
2010	Lopes Brasil	LPSB3	Odontoprev	ODPV3
2010	Petrobras	PETR3	Itausa	ITSA3
2010	Inpar S/A	VIVR3	Trisul	TRIS3
2011	BR Brokers	BBRK3	Cyre Com-Ccp	CCPR3
2011	BR Propert	BRPR3	Coelba	CEEB3
2011	Direcional	DIRR3	JHSF Part	JHSF3
2011	Magnesita SA	MAGG3	MMX Miner	MMXM3
2011	Tecnisa	TCSA3	Eztec	EZTC3
2011	Tim Part S/A	TIMP3	Embratel Part	EBTP4

Nota: O grupo de empresas emissoras é composto por 34 empresas e o grupo de empresas não emissoras composto por 34 empresas. Os testes realizados não compararam as empresas pareadas, mas sim os grupos como um todo.

^a Para definir o papel, foi verificado se a oferta pública se tratava de ações ordinárias ou preferenciais.

^b Para definir o papel, escolheu-se o papel com maior liquidez.