**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**

Doutoranda 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). Para tanto, foram realizados testes paramétricos e não paramétricos de diferenças de médias. 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 no desempenho acionário das empresas emissoras de SEO’s com 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 passado 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). For this, we used parametric and non-parametric tests of differences in means. 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. 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 (S*easoned Equity Offering –* SEO).

Tanto na IPO quanto na SEO, as empresas podem fazer dois tipos de emissões: oferta primária e/ou secundária. Ao fazer uma oferta primária de ações, o recurso levantado pelas empresas pode ser usado para financiar investimentos. Por outro lado, na oferta secundária, as ações são detidas por *insiders*, em que, quando essas ações são vendidas, o recurso levantado não vai para o financiamento da empresa, mas sim dos *insiders* (KIM; WEISBACH, 2008).

A oferta de ações é motivada por três razões não mutuamente excludentes: para financiar investimentos, para transferir riqueza dos novos acionistas para os acionistas existentes e para aumentar a liquidez tanto dos *insiders* quanto da empresa (KIM; WEISBACH, 2008). Após analisar as ofertas públicas de 38 países, Kim e Weisbach (2008) concluíram que 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.

Pela teoria *tradeoff*, as empresas emitem ações quando o seu índice de alavancagem for superior à taxa estimada. Já pela teoria *pecking order*, quando as ofertas de capital ocorrerem, o capital será usado para financiar investimentos como última fonte de financiamento, após a sua capacidade de endividamento ter sido esgotada. Em contraste, pela teoria *market timing*, as empresas emitirão ações no momento em que os preços delas estiverem elevados, com o intuito de tirar proveito dessa situação, adotando um comportamento oportunista (KIM; WEISBACH, 2008).

Dittmar e Thakor (2007) oferecem uma teoria alternativa sobre emissão de capital, partindo 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. A visão alternativa proposta pelos autores prevê que uma empresa irá emitir 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.

No Brasil, as emissões de ações geralmente ocorrem quando as empresas são maduras e possuem alta e suficiente geração de caixa para a manutenção de suas operações (B3, 2011). Ademais, 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 (RIBEIRO NETO; FAMA, 2002). 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 incial ou subsequente de ações são: após o anúncio da oferta de ações, o preço das ações da empresa diminui (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).

Diante do exposto, este artigo tem por objetivo analisar o desempenho operacional e acionário das empresas que realizaram ofertas subsequentes de ações entre os anos 2004 a 2011. Especificamente, pretende-se: a) comparar o desempenho operacional e acionário das empresas emissoras antes e após a emissão de SEO’s; b) comparar o desempenho operacional e acionário das empresas emissoras de SEO’s com o das não emissoras; c) comparar o desempenho operacional das empresas que realizaram grandes emissões de SEO’s com o das empresas que realizaram pequenas emissões; 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 passado da empresa.

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.

1. **Fundamentação Teórica, Evidências Empíricas e Hipótese De Pesquisa**

As principais teorias de financiamento das empresas que fundamentam a emissão de ações são: *trade-off*, *pecking order* e *market timing*, discutidas a seguir. Pela teoria *trade-off*, a empresa é retratada equilibrando o benefício fiscal com a possibilidade de dificuldade financeira. A firma é suposta para 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 temam 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).

2.1 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 analisado 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 são uma característica encontrada e difundida para todas as ofertas de ações.

Loughran e Ritter (1997) analisaram 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 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 com as empresas não emissoras. Por fim, os autores conclem 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 emissão da 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 com as mudanças nos lucros do ano seguinte. Evidenciaram, também, que accruals discricionários em torno da realização da SEO preveem retornos das ações ajustados ao mercado no ano seguinte. Por fim, concluiu que o mercado de ações não valoriza corretamente as implicações dos accruals discricionários dos lucros posteriores à realização da SEO e que as empresas emitentes podem manipular o preço de suas ações por meio do gerenciamento de resultados.

Já 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) analisaram 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) analisaram 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. Em contraste, 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 a longo prazo desaparecem após recompra de ações e SEOs. De acordo com os autores, o desaparecimento dos retornos anormais a 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, como ativos reais, estoque e despesas de capital que agregam valar 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. Conforme os autores, 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) analisaram 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 influenciam na decisão de realizar SEO em empresas brasileiras. A análise investigou 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, 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.

1. **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. 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 papeis excluídos, resultando, assim, em 38 possíveis ofertas para a amostra);

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

Após a aplicação dos filtros, segundo os critérios definidos acima, 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 papeis, 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 encontrado 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 SEO e metade não realizaram. No Quadro 1, são evidenciadas as empresas que realizaram e as que não realizaram SEO. A coleta dos dados foi realizada nos demonstrativos financeiros das empresas que compõem a amostra divulgados no banco de dados Economatica.

**Quadro 1 - Empresas que realizaram e não realizaram SEO**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Ano da SEO** | **Empresas emissoras** | **Papela** | **Empresas não emissoras** | **Papelb** |
| 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 | RDNI3 |
| 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.

As variáveis analisadas 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 analisar o desempenho operacional das empresas que realizaram e não realizaram IPO ou SEO.

Para cada variável da empresa, foram coletadas as informações referentes a quatro anos anteriores e posteriores ao ano de referência, ou seja, sendo, por exemplo, 2004 o ano de referência, os dados coletados referem-se a 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008. Os dados coletados foram trimestrais, com o intuito de implementar técnicas estatísticas paramétricas. Por exemplo, 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 (primeiro objetivo específico), foi realizado o teste *t* para amostras emparelhadas. O teste *t* para amostras independentes foi utilizado para realizar as comparações entre as empresas emissoras e não emissoras no segundo, terceiro e quarto objetivos específicos. 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 passado da empresa (último objetivo específico), realizou-se uma regressão, 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).

$$r\_{i}-r\_{m}=α\_{0}+α\_{1}Crescimento\_{i}+α\_{2}DummySEO\_{i}+\sum\_{j=2004}^{2011}α\_{3}Dummy\_{j}+ε\_{i} (1)$$

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

1. **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.

Na Tabela 2, apresenta-se a estatística descritiva das empresas que foram selecionadas para compor a amostra referente ao volume da oferta primária, secundária e total, bem como o tamanho do ativo referente ao ano da SEO. 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, verifica-se que o tamanho médio é de R$ 28,238 bilhões, variando de R$ 415,920 milhões (correspondente a RAPT4) a R$ 519,970 bilhões (correspondente a PETR3).

**Tabela 2 - Estatística descritiva (em milhares de reais)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **SEO** | **Volume primária** | **Volume Secundária** | **Volume Total** | **Ativo** |
| Média | 4.764.991 | 162.512 | 4.927.503 | 28.238.287 |
| Mínimo | 31.900 | - | 178.640 | 415.920 |
| Máximo | 120.248.559 | 1.285.960 | 120.248.559 | 519.970.003 |

Fonte: B3 (2016)

Na Tabela 3, 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 analisa 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 3 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.

**Tabela 3 - 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% |

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 é igual ao desempenho operacional das empresas que não realizaram.

Os resultados apresentados na Tabela 4 evidenciam que, independente do horizonte temporal, há diferença significativa no desempenho operacional das empresas antes e após a oferta subsequente de ações (primeiro objetivo específico). Os resultados evidenciados nas Tabelas 3 e 4 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 4 - Análise do desempenho operacional anterior e posterior à emissão de SEO**

| **Comparação dos Períodos** | **Média** | **Desvio-Padrão** | **Erro Padrão Médio** | ***t*** | **Df** | ***p*-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 5, 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 3, diferença no desempenho operacional das empresas que realizaram e não realizaram SEO, pode-se constatar, na Tabela 5, 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 5 - Análise do desempenho operacional das empresas emissoras e não emissoras de SEO**

| **Ano Fiscal** | **Há igualdade da variância?** | **Teste Levene para igualdade da variância** | **Teste *t* 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 |  |  | 1,17?9 | 161,651 | **0,240** |
| +4 | Sim | 2,051 | 0,153 | -0,617 | 240 | **0,538** |
| Não |  |  | -0,624 | 168,663 | 0,534 |

Essa evidência empírica diverge do resultado encontrado por Loughran e Ritter (1997), os quais evidenciaram uma deterioração significativa no desempenho operacional das empresas emissoras em relação às não emissoras nos quatros 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 Loughan 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.

Analisou-se, ainda, o desempenho operacional das empresas que realizaram grandes e pequenos volumes de SEO’s (terceiro objetivo específico). Especificamente, empresas que realizaram maiores ofertas possuem mais recursos para investimentos na empresa e, consequentemente, 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 6, 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. Pode-se inferir 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 empesas 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 7).

**Tabela 6 - 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 7 - Análise 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 *t* 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 8, 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 analisa 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.

**Tabela 8 - 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% |

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.

Ainda na Tabela 8, 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 9, 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 9 - Análise do desempenho acionário anterior e posterior à emissão de SEO**

| **Comparação dos Períodos** | **Média** | **Desvio-Padrão** | **Erro Padrão Médio** | ***t*** | **df** | ***p*-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 10, 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 8, 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 10 - Análise do desempenho acionário das empresas emissoras e não emissoras de SEO**

| **Ano Fiscal** | **Há igualdade da variância?** | **Teste Levene para igualdade da variância** | **Teste *t* para igualdade de médias** |
| --- | --- | --- | --- |
| ***F*** | ***p*-valor** | ***t*** | **df** | ***p*-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 11 evidencia os valores médios dos retornos das ações das empresas classificadas como pequena e grande e a Tabela 12 apresenta os resultados do teste paramétrico para diferença no desempenho acionários das empresas.

Por meio da Tabela 11, 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.

**Tabela 11 - Análise do 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% |

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 12. 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, hajam diferenças no desempenho acionário das empresas grandes que realizaram ou não SEO, essas diferenças não são estatisticamente significativas ao nível de 10%, conforme Tabela 12. 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 12 - Análise 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 *t* 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 13 apresenta os resultados da regressão em 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 13 - Parâmetros estimados para a regressão** $r\_{i}-r\_{m}=α\_{0}+α\_{1}Crescimento\_{i}+α\_{2}DummySEO\_{i}+\sum\_{j=2004}^{2011}α\_{3}Dummy\_{j}+ε\_{i}$

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Variável** | **Coeficiente** | **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 13 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. Constata-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.

1. **Considerações Finais**

Este artigo teve 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). 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, analisou-se 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 referente 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 passado 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 ao 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.

Por fim, conclui-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. Ademais, sugere-se que não existe diferença no desempenho acionário, 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. Consequentemente, os investidores não avaliam emissoras e não emissoras de maneira diferente.

**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.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; STULZ, R. M. Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle. **Journal of Financial Economic**, v.95, p. 275-295, 2010.

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.

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.

HANSEN, R.S.; CRUTCHLEY. C. Corporate earnings and financing: An empirical analysis. **Journal of Business,** v.63, p. 347-371, 1990.

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.

PAGANO, M.; PANETA, F.; ZINGALES, L. Why do companies go public? An empirical analysis**.** **The Journal of Finance**, v.53, p. 27-64, 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.

RITTER, J. Initial public offering. **Contemporary Finance Digest**, v.2, n.1, p.05-30, 1998.

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.