

CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E DESEMPENHO EM EMPRESAS BRASILEIRAS EM PERÍODOS DE OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES

DANTE BAIARDO CAVALCANTE VIANA JUNIOR
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
dantebcviana@gmail.com

CINTHYA RACHEL FIRMINO DE MORAIS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
cinthyarachelf@gmail.com

MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
marciadeluca@ufc.br

Introdução

A competitividade e a necessidade de crescimento levam as firmas a buscar financiamento externo. O mercado de capitais constitui uma fonte relevante desse financiamento. Acerca dos reflexos da abertura de capital para as empresas, diversos estudiosos apontam mudanças na estrutura de propriedade, em especial no que tange à concentração de capital, em momentos ex post à oferta pública de ações (BRUTON et al., 2010; FOLEY; GREENWOOD, 2010; HELWEGE; PIRINSKY; STULZ, 2007).

Problema de Pesquisa e Objetivo

Dado o interesse dos investidores nas expectativas de desempenho futuro das empresas quando estas abrem seu capital (KURTARAN; ER, 2008), o estudo visa responder à questão: Qual a relação entre a concentração de propriedade e a variação de desempenho nas empresas antes e depois da IPO? O objetivo do estudo é investigar a influência da concentração de propriedade na variação de desempenho, antes e depois da IPO, em empresas listadas na BM&FBovespa.

Fundamentação Teórica

Bruton et al. (2010) alertam que diversos problemas de agência podem ocorrer no momento de uma IPO. Wang (2005) apresenta evidências empíricas de que a concentração de propriedade no ano em que a empresa realiza IPO é determinante na variação do desempenho antes e depois da operação. No entanto, as discussões acerca da relação, positiva ou negativa, da concentração de propriedade sobre o desempenho não são conclusivas (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007), reforçando a relevância da pesquisa.

Metodologia

A amostra reúne 55 empresas listadas na BM&FBovespa que realizaram IPO entre 2004 e 2015. Os dados foram coletados no Formulário de Referência e na Economatica®. Para a regressão múltipla hierárquica, adotou-se como variável dependente a variação do desempenho, mensurado pelo ROA e pelo ROE, dois exercícios anteriores e posteriores à IPO. Como variável independente, utilizou-se a concentração de propriedade no momento t-1 em relação à IPO – ano anterior mais próximo antes da abertura de capital.

Análise dos Resultados

No que tange às variáveis dependentes (Δ ROA e Δ ROE), observou-se que ambas apresentaram médias negativas, indicando que, em média, as empresas da amostra sofreram queda de desempenho após a IPO. No tocante à significância das variáveis independentes nos modelos de regressões múltiplas estimados, constatou-se uma influência negativa e significativa da concentração de propriedade apenas sobre o ROA, não sendo possível detectar tal influência sobre a variação do ROE.

Conclusão

A partir dos resultados encontrados, conclui-se que, de fato, há uma influência estatisticamente significativa da concentração de propriedade em momentos próximos à IPO sobre a variação do desempenho das companhias antes e depois da IPO, mensurado pelo ROA, não se constatando tal influência sobre o ROE. Destarte, os achados da pesquisa contribuem para a ampliação da literatura que trata de IPO, no que diz respeito a concentração de propriedade e desempenho nos momentos anterior e posterior à IPO.

Referências Bibliográficas

BRUTON, G. D.; FILATOTCHEV, I.; CHAHINE, S.; WRIGHT, M. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, v. 31, n. 5, p. 491-509, 2010.

WANG, X.; CAO, J.; LIU, Q.; TANG, J.; TIAN, G. G. Disproportionate ownership structure and IPO long-run performance of non-SOEs in China. *China Economic Review*, v. 32, p.27-42, 2015.

CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E DESEMPENHO EM EMPRESAS BRASILEIRAS EM PERÍODOS DE OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES

1 INTRODUÇÃO

A competitividade e a necessidade de crescimento levam as firmas a buscar financiamento externo. O mercado de capitais constitui uma fonte relevante desse financiamento. O mercado de capitais desempenha papel essencial no crescimento e desenvolvimento econômicos, especialmente nas economias em desenvolvimento, como o Brasil (STEFFEN; ZANINI, 2012). Nesse sentido, o processo de abertura de capital constitui uma proeminente decisão no contexto estratégico. As companhias de capital aberto têm acesso às alternativas que o mercado de capitais proporciona não disponíveis para as empresas de capital fechado, além de usar as suas próprias ações como moeda para adquirir outras empresas (PWC, 2016). Dentre os benefícios da *Initial Public Offering* (IPO) – sigla em inglês para oferta pública inicial de ações – destacam-se o acesso a novos mercados de crédito, mais poder de barganha junto aos bancos, mais liquidez e diversificação de portfólio (BIRAL, 2010).

Acerca dos reflexos da abertura de capital para as empresas, diversos estudiosos apontam mudanças na estrutura de propriedade, em especial no que tange à concentração de capital, em momentos *ex post* à oferta pública de ações (BRUTON et al., 2010; FOLEY; GREENWOOD, 2010; HELWEGE; PIRINSKY; STULZ, 2007). A relação entre a concentração de propriedade e o desempenho também é assunto amplamente discutido no meio científico. A ideia emerge dos impactos que os custos de agência, oriundos da concentração ou dispersão da propriedade, podem causar no desempenho. No entanto, as discussões acerca da relação, positiva ou negativa, da concentração de propriedade sobre o desempenho não são conclusivas (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Nessa esteira, Bruton et al. (2010) comentam haver uma evidente distinção entre países desenvolvidos e nações subdesenvolvidas no tocante aos reflexos da concentração de propriedade no desempenho das empresas, isso porque o contexto institucional em que operam os fatores de governança corporativa pode afetar o seu impacto como um sinal para potenciais investidores.

Dessa forma, e dado o interesse dos investidores nas expectativas de desempenho futuro das empresas quando estas abrem seu capital (KURTARAN; ER, 2008), seria plausível indagar-se sobre o quanto a concentração de propriedade em períodos próximos de IPO poderia explicar o desempenho das companhias. Destarte, é sob essa perspectiva que diversos estudiosos, apoiados no arcabouço teórico da Teoria da Agência (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976) dizem haver uma relação empírica entre a mudança de desempenho após a IPO e a concentração de propriedade no momento dessa operação (KIM; KITSABUNNARAT; NOFSINGER, 2004; KUTSUNA; OKAMURA; COWLING, 2002; MIKKELSON, PARTCH; SHAH, 1997; WANG, 2005).

Dado o exposto, o estudo pretende responder à seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre a concentração de propriedade e a variação de desempenho nas empresas antes e depois da IPO? Para responder à questão de pesquisa ora proposta, o estudo tem como objetivo principal investigar a influência da concentração de propriedade na variação de desempenho, antes e depois da IPO, em empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa). Adicionalmente, pretende-se realizar uma análise setorial do desempenho das empresas em períodos próximos à IPO.

De aspectos descritivos, com abordagem quantitativa, o estudo reúne uma amostra de 55 companhias listadas na BM&FBovespa que realizaram IPO entre 2004 e 2013. Além de estatísticas descritivas e testes paramétricos e não-paramétricos de diferenças de médias, propõe-se um modelo econométrico adaptado de Wang (2005), considerando duas variáveis dependentes como *proxy* para a mensuração da variação do desempenho antes e depois da

IPO: o ROA e o ROE. Como variável independente, levou-se em conta a proporção de votos dos maiores acionistas, sendo também adicionadas variáveis de controle (tamanho e endividamento).

O estudo se justifica na medida em que contribui para enriquecer a literatura acerca da relação entre concentração de propriedade e desempenho nas firmas brasileiras, diferenciando-se de pesquisas nacionais anteriores ao abordar a variação do desempenho antes e depois da IPO, dados os impactos que os processos de abertura de capital podem trazer para as empresas. Nesse contexto, a pesquisa também se justifica pela relevância da temática frente ao mercado, principalmente no que diz respeito aos investidores, interessados no desempenho futuro das empresas, especialmente em períodos de IPO.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Concentração de propriedade e desempenho em períodos de IPO

Os reflexos do nível de concentração de propriedade nas políticas de decisão e no desempenho é assunto permanente na agenda de produção científica em diversos países. No que tange especificamente ao nível de concentração de propriedade e ao desempenho, diversos estudos estrangeiros apontam empiricamente uma relação significativa entre as duas variáveis, como demonstrado em pesquisas realizadas no Brasil (CAIXE; KRAUTER, 2013; CAMPOS, 2006; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007), nos Estados Unidos (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; FAHLENBRACH; STULZ, 2009; GUGLER; MUELLER; YURTOGLU, 2008; FAHLENBRACH; STULZ, 2009), na Espanha (AZOFRA; SANTAMARÍA, 2011; GARCÍA-MECA; SÁNCHEZ-BALLESTA, 2011) e em outros países europeus (CLAESSENS et al., 2002).

Essa relação foi analisada, pioneiramente, por Jensen e Meckling (1976), os quais refletem sobre a Teoria da Agência, por eles considerada capaz de explicar os conflitos entre agente e principal. A partir desses conflitos, segundo avaliam, surgiriam os custos de agência, que, por sua vez, refletiriam diretamente no desempenho, podendo seus efeitos serem mitigados em função do nível de concentração de propriedade.

Nessa discussão, acredita-se que as firmas com níveis mais altos de concentração de propriedade transmitem para o mercado a ideia de uma melhor governança corporativa, partindo-se do pressuposto de que os proprietários de grandes lotes de ações são mais exigentes na cobrança da adoção de eficientes mecanismos de governança para controlar as decisões administrativas (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2008). Por essa perspectiva, diversos estudiosos encontraram evidências empíricas de relações positivas entre concentração de propriedade e desempenho (GUGLER; MUELLER; YURTOGLU, 2008; HELWEGE; PIRINSKY; STULZ, 2007; JAIN; KINI, 1994).

No entanto, outros pesquisadores, como Sonza e Kloeckner (2013), apontam resultados contrários, ou seja, uma relação inversa entre o nível de concentração de propriedade do capital da empresa e o seu desempenho. Haveria, dessa forma, uma evidente distinção entre países desenvolvidos e nações emergentes no tocante à relação entre concentração de propriedade e desempenho. Nessa discussão, La Porta et al. (2000) opinam que em países desenvolvidos, geralmente ligados ao sistema *Common Law*, os problemas de agência dar-se-iam entre gestores e acionistas, enquanto em países de sistema *Code Law* – de direito codificado – os problemas maiores ocorreriam entre acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Os mesmos autores comentam ainda que nos países de economia menos desenvolvida, classificados como emergentes, ligados ao sistema *Code Law*, haveria uma baixa proteção legal a acionistas minoritários, ocasionando problemas de agência ligados a conflitos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários (LA PORTA et al., 2000). Nesse cenário, os acionistas controladores podem expropriar o fluxo de caixa da empresa de várias formas,

como, por exemplo, incluindo-se entre as alternativas o pagamento de *pro-labores* excessivos, a autonegação em cargos executivos privilegiados, a ocupação de posições no conselho por eles próprios ou por familiares e a transferência de ações com desconto ou o ato de *insider trading*. Além disso, podem obter benefícios como utilizar os ativos da empresa em garantia de transações pessoais e tomar empréstimos de fundos da empresa com vantagens especiais (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Dessa forma, a concentração de propriedade como variável capaz de explicar o desempenho teria um duplo efeito sobre as empresas, atuando ora positivamente – ao conter problemas de agência entre principal e agente –, ora negativamente – ao fomentar divergências entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Andrade e Rossetti (2012) definem esses dois fenômenos como efeito-alinhamento e efeito-entricheiramento, respectivamente.

O efeito-alinhamento pode ser entendido como o fato de a concentração acionária gerar um efeito positivo no desempenho da empresa, por meio de uma possível diminuição dos custos de agência. Assim, a elevação na concentração de propriedade em posse dos gestores poderia aumentar o valor de mercado da empresa, haja vista que demonstraria para os investidores uma solução positiva para os custos de agência, devido ao maior alinhamento entre os interesses dos gestores e os dos acionistas (ANDRADE; ROSSETTI, 2012).

Por outro lado, para o efeito-entricheiramento, a alta concentração de propriedade pode permitir que os acionistas controladores, em função do seu poder de controle, expropiem a riqueza dos acionistas minoritários, por meio de práticas como o pagamento excessivo de *pro-labores* ou outros benefícios, e a resistência a ações vantajosas para os demais acionistas. Assim, a partir de certa proporção de concentração acionária, os custos de agência intensificam-se, diminuindo, assim, o valor da firma (ANDRADE; ROSSETTI, 2012).

Nessa discussão, Bruton et al. (2010) alertam que diversos problemas de agência podem ocorrer no momento de uma IPO. Os autores comentam que a escassez de informações do histórico operacional da firma no momento da IPO, por exemplo, faz com que os julgamentos acerca da saúde econômico-financeira da empresa sejam limitados, o que poderia incentivar práticas de gerenciamento de resultados por parte da sua gestão, no sentido de “inflar” as expectativas sobre o real valor da empresa. Assim, dada a complexidade dos processos de IPO, devem ser considerados fatores como (i) o nível de preparação da empresa para atender às exigências legais, (ii) a sua estrutura societária, (iii) a equipe interna que trabalhará no pré-IPO e no pós-IPO, (iv) a conjuntura do mercado e (v) os custos (PWC, 2016).

Para se compreender melhor esse processo e suas implicações, foram realizados alguns estudos nacionais e estrangeiros sobre a IPO, com diferentes enfoques (AL-SHAMMARI; O'BRIEN; ALBUSAIKI, 2013; BASTOS; PINTO; KLOTZLE, 2014; BOONCHUAYMETTA; CHUANROMMANEE, 2013; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015; HOFFMANN; BORTOLUZZO; MACHADO, 2013; KUTSUNA; OKAMURA; COWLING, 2002; MAUER, 2015; WANG et al., 2015).

Gaur, Bathula e Singh (2015) investigaram a relação entre concentração de propriedade e desempenho em empresas listadas na Bolsa de Valores da Nova Zelândia, entre 2004 e 2007. Os resultados apontam uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho, concluindo que as empresas com estrutura de propriedade menos concentrada adotaram mecanismos de governança mais eficientes, obtendo desempenho superior ao daquelas com propriedade mais concentrada.

Acerca da relação entre o nível de internacionalização e o desempenho em períodos de IPO, Al-Shammari, O'Brien e Albusaidi (2013) analisaram 298 empresas que realizaram IPO em 1997, 1998, 2001 e 2002 nas bolsas de valores dos EUA. Para a amostra e os períodos

estudados, confirmou-se a hipótese de que o grau de internacionalização está positivamente associado ao *underpricing* da IPO. Além disso, os autores apontaram o nível de concentração de propriedade como um forte influenciador para explicar o desempenho.

Com uma amostra de 137 companhias registradas na Bolsa de Valores de Tóquio que realizaram IPO em 1996 e 1997, Kutsuna, Okamura e Cowling (2002) investigaram a influência da concentração de propriedade sobre o desempenho antes e depois. Os resultados revelaram que quanto menor for a concentração de propriedade no ano de realização da IPO, menor tende a ser, conseqüentemente, o desempenho da empresa após a IPO.

Wang et al. (2015) investigaram a relação entre estrutura de propriedade e desempenho das ações das empresas não estatais da China que realizaram IPOs nas bolsas de valores de Xangai e Shenzhen, no período de 2002 a 2010. Os resultados evidenciam que o conflito entre acionistas majoritários e acionistas minoritários continua sendo o principal problema de agência, em consequência da prática de entrenchamento, com isso afetando negativamente o desempenho das ações nos períodos pós-IPO. Desse modo, os autores sugerem a necessidade de melhoria das práticas de governança, como forma de salvaguardar os interesses dos acionistas a longo prazo.

Ainda nesse sentido, Boonchuaymetta e Chuanrommanee (2013) analisaram a relação entre concentração de propriedade e desempenho em períodos próximos às IPOs. Os autores examinaram 153 IPOs na Bolsa de Valores da Tailândia no período de 2001 a 2011. Os resultados apontam que, mesmo com uma alta concentração de propriedade pós-IPO, não foi constatada nenhuma influência no *underpricing* das IPOs, sendo a maioria das ações controladas por empresas familiares, impedindo, assim, a livre concorrência no mercado tailandês.

No Brasil, Hoffmann, Bortoluzzo e Machado (2013) pesquisaram a influência da estrutura de propriedade e do nível de governança corporativa em 88 firmas emissoras no Ajuste Parcial de Preços (APP) das IPOs, no período de 2004 a 2007. Com base nos resultados desse estudo, observou-se que a alta concentração de propriedade e o fato de a empresa ser familiar em fase pós-IPO afetam negativamente o APP de maneira significativa. Já no que diz respeito ao impacto da governança corporativa no APP, o fato de a empresa pertencer ao Novo Mercado, nível mais alto de governança no Brasil, e o número de conselheiros afetaram positivamente o APP.

Ainda no que tange ao cenário brasileiro, Bastos, Pinto e Klotzle (2014) investigaram a relação entre a participação societária de fundos de *Private Equity e Venture Capital* (PE/VC) antes da IPO e o desempenho de longo prazo das ações das companhias após a abertura de capital. Analisando-se os dados de 113 empresas referentes ao período de 2004 a 2013, os resultados sugerem que as empresas com presença prévia de PE/VC tiveram melhor desempenho em quatro setores, a saber: Consumo, Exploração Imobiliária, Saúde e Utilidade Pública.

2.2 Hipótese do estudo

Wang (2005) apresenta evidências empíricas de que a concentração de propriedade no ano em que a empresa realiza IPO é determinante na variação do desempenho antes e depois da operação. Considerando os problemas de agência ocorridos no Brasil no que tange à concentração de propriedade como sinal crítico dos embates entre majoritários e minoritários, Bruton et al. (2010) entendem ser possível supor uma preocupação dos investidores acerca da estrutura de propriedade por ocasião da IPO, o que diverge do cenário de países desenvolvidos, onde a concentração de propriedade surge como uma solução para a redução dos conflitos de agência entre gestores e acionistas.

Nesse sentido, Campos (2006) aponta uma relação inversa entre desempenho e concentração de propriedade nas empresas brasileiras, também corroborando resultados

empíricos obtidos por Okimura, Silveira e Rocha (2007). Ou seja, quanto mais concentrada é a empresa, e consequentemente maiores são os problemas de agência, no caso brasileiro, menor tenderia a ser o seu desempenho.

Na esteira dos achados de Campos (2006) e Okimura, Silveira e Rocha (2007), Kim, Kitsabunnarat e Nofsinger (2004) identificaram resultados empíricos de correlações negativas entre desempenho e concentração de propriedade em empresas tailandesas – país considerado de baixa proteção legal a acionistas minoritários –, concluindo que as empresas de propriedade mais concentrada no ano de IPO tendem a piorar seus desempenhos depois da operação. No mesmo sentido, e analisando dados de 371 empresas presentes no *ranking* Fortune 500, Morck, Shleifer e Vishny (1988) encontraram evidências empíricas de uma correlação inversa entre desempenho e concentração de propriedade.

Tais resultados contrariam aqueles apresentados por Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008), Helwege, Pirinsky e Stulz (2007) e Jain e Kini (1994), que apontam correlações positivas entre a mudança positiva de desempenho em empresas dos EUA depois de IPO e a concentração de propriedade no momento de sua implementação. O mesmo se observa para resultados encontrados em pesquisas envolvendo empresas britânicas, como expõem Leech e Leahy (1991).

Dessa forma, poder-se-ia supor que as empresas brasileiras que apresentam menor concentração de propriedade no momento da IPO poderiam sinalizar para o mercado menos problemas de agência e, consequentemente, obter maiores volumes de arrecadação financeira, ajudando a melhorar seu desempenho futuro. Em soma ao exposto, conforme argumentam Andrade e Rossetti (2012), no atual cenário brasileiro haveria menos custos de agência em empresas com estrutura de propriedade menos concentrada, também impulsionando o desempenho após a implementação da IPO.

Diante do exposto, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa: *Há uma relação negativa entre a concentração de propriedade no momento de implementação da IPO e a variação de desempenho em empresas brasileiras antes e depois da abertura de capital.*

3 METODOLOGIA

Quanto aos objetivos, esta pesquisa classifica-se como descritiva, pois tem como objetivo elementar descrever a variação do desempenho antes e depois das IPOs das empresas e sua relação com a concentração de propriedade no momento da operação (GRAY, 2012). No que tange a sua natureza, classifica-se como quantitativa, e, quanto aos procedimentos, como documental, em que se adota a coleta de dados secundários, extraídos do banco de dados Economatica®, das Demonstrações Financeiras Padronizadas e de informações disponíveis no *website* da BM&FBovespa.

Com foco no objetivo de investigar a influência da concentração de propriedade na variação de desempenho em períodos de IPO, o estudo adota como variável dependente a variação do desempenho antes e depois da operação, sendo o desempenho mensurado através de dois indicadores de rentabilidade: o ROA e o ROE. Como variável independente, utilizou-se a concentração de propriedade no momento t-1 em relação à IPO – ano anterior mais próximo antes da abertura de capital. Para se garantir mais robustez aos resultados, adicionalmente foram selecionadas duas variáveis de controle: tamanho (TAM) e endividamento (ENDIV).

A população do estudo compreende as 134 companhias que realizaram IPO entre 2004 – ano da retomada de IPOs no Brasil, segundo Aldrighi et al. (2010) – e 2015. Desse grupo, foram excluídas aquelas que não apresentaram no Economatica® e no Formulário de Referência – principais fontes de dados desta pesquisa – os dados necessários para a operacionalização das variáveis. Nesse sentido, ressalte-se a restrição de dados das empresas antes de sua abertura de capital, dificultando o acesso a informações de anos anteriores ao da

abertura de capital, necessários para o cálculo da variação do desempenho de um espaço temporal anterior mais ampliado. Assim, a amostra reúne 55 empresas, considerando os dados obtidos de dois anos anteriores e dois anos posteriores ao momento da IPO.

O Quadro 1 apresenta a operacionalização das variáveis, o embasamento de estudos anteriores fundamentando a *proxy* de cada variável, assim como as fontes dos dados.

Quadro 1 – Variáveis dependentes, independentes e de controle: *proxies*, referências e fonte dos dados

Tipo de variável	Métrica	Operacionalização	Referência	Fonte
Dependente	Variação do ROA (Δ ROA)	Diferença entre as médias do ROA dois anos antes e dois anos depois da IPO	Bruton et al. (2010) Kurtaran e Er (2008) Wang (2005)	Economática® e <i>website</i> da CVM
	Variação do ROE (Δ ROE)	Diferença entre as médias do ROE dois anos antes e dois anos depois da IPO	Bruton et al. (2010) Kurtaran e Er (2008) Wang (2005)	
Independente	Concentração de propriedade (CONC ₁₋₅)	Proporção de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista e aos dois principais, e assim por diante, até alcançar os cinco principais acionistas somados	Caixe e Krauter (2013) Crisóstomo e Pinheiro (2016) Crisóstomo e Freire (2015) Li et al. (2015) Farooq e Zaroauli (2016)	
Controle	Tamanho (TAM)	Logaritmo neperiano do Ativo	Abdullah, Percy e Stewart (2015) Braam et al. (2016) Costa Filho et al. (2016) Ji, Lu e Qu (2015) Muttakin e Khan (2014)	Economática®
	Endividamento (ENDIV)	Passivo /Ativo	Costa Filho et al. (2016) Crisóstomo e Pinheiro (2016) Teixeira, Nossa e Funchal (2011)	Economática®

Fonte: Elaborado pelos autores.

Inicialmente, realizaram-se estatísticas descritivas das variáveis dependentes, independentes e de controle. Para a análise da influência da concentração de propriedade sobre a variação de desempenho antes e depois da IPO, estimou-se um modelo de regressão múltipla hierárquica, adaptado de Wang (2005), conforme Equação 1:

$$\Delta\text{DESEMP}_i = \beta_0 + \beta_1\text{CONC}_{1-5i} + \beta_2\text{TAM}_i + \beta_3\text{ENDIV}_i + e_i \quad (1)$$

Em que:

- Δ DESEMP: variação do ROA (Δ ROA) e do ROE (Δ ROE) dois anos antes e dois depois da IPO;
- CONC₁₋₅: proporção de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista, dos dois principais, e assim por diante, até alcançar os cinco principais acionistas somados, no momento t-1 em relação à IPO;
- TAM: tamanho;
- ENDIV: endividamento;
- β : coeficientes do modelo;

- ε : termo de erro; e
- i : a empresa.

No modelo de regressão múltipla hierárquica, a entrada das variáveis é realizada em ordem de *steps*, almejando-se conferir a contribuição das variáveis explicativas – através da estatística “F” e dos reflexos no coeficiente de determinação (R^2) – no que tange à estabilidade e ao poder preditivo do modelo (MINGOTI, 2005). Nesse sentido, Raudenbush e Bryk (2002) postulam que a principal vantagem desse método consiste no fato de se distinguir a natureza hierárquica dos dados, reconhecendo-se a interdependência dos casos no mesmo grupo, diferentemente do que ocorre no caso da regressão linear clássica. Andrade (2008) comenta, ainda, que, embora não sendo uma metodologia nova, a regressão hierárquica pode ser replicada em pesquisas de diferentes cenários, e que, apesar disso, sua utilização tem sido incipiente no Brasil.

Faz-se oportuno comentar sobre a atenção dada pelo estudo quando da não violação dos pressupostos básicos (i) da normalidade dos dados, (ii) da não presença do efeito de multicolinearidade e (iii) da ausência de heterocedasticidade. A normalidade dos dados foi alcançada com base nos pressupostos do Teorema do Limite Central, devido ao considerável número de observações (GUJARATI; PORTER, 2011). No que diz respeito à multicolinearidade, foram aplicados testes de correlação entre as variáveis, assim como se calculou também o *Variance Inflation Factor* (VIF) para cada variável, estipulando-se como regra geral o descarte de variáveis com VIF superior a 10. Por fim, procedeu-se ao teste de Breusch e Pagan (1979), quanto ao diagnóstico de heterocedasticidade dos resíduos. Os modelos com presença de heterocedasticidade foram ajustados por meio da correção de White (1980).

Saliente-se que todas as análises estatísticas foram realizadas com o auxílio do aplicativo *Data Analysis and Statistical Software* (Stata), versão 12.0.

4 RESULTADOS

Com a finalidade de ajudar a compreender melhor os dados, a Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis dependentes, independentes e de controle adotadas na pesquisa.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis dependentes, independentes e de controle

Variável	Nº de empresas	Média	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão	Coefficiente de variação
Δ DESEMP - ROA	55	-0,0227	0,1115	-0,1815	0,0649	-2,8547
Δ DESEMP - ROE	55	-0,0581	1,1565	-0,7874	0,2468	-4,2450
CONC 1	55	43,8808	100,00	3,2900	24,1402	0,5501
CONC 2	55	58,1738	100,00	18,350	22,8699	0,3931
CONC 3	55	64,8470	100,00	26,530	20,4481	0,3153
CONC 4	55	69,2670	100,00	26,530	19,6260	0,2833
CONC 5	55	72,1432	100,00	26,530	19,1747	0,2658
TAM	55	1,1359	1,2933	1,0181	0,0473	0,0417
ENDIV	55	0,6550	0,9472	0,0464	0,1998	0,3050

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que tange às variáveis dependentes (Δ ROA e Δ ROE), observa-se, na Tabela 1, que ambas apresentaram médias negativas, indicando que, em média, as empresas da amostra sofreram queda de desempenho após a IPO. O coeficiente de variação negativo dessas variáveis ratifica o exposto. Achados empíricos, como os de Biral (2010), Kutsuna, Okamura e Cowling (2002) e Wang (2005), por exemplo, apontam na mesma direção. A explicação para o fato emana da ideia de que as empresas gerenciam seus resultados antes da abertura de

capital, na perspectiva de sinalizarem para o mercado um melhor desempenho, e, conseqüentemente, conseguirem maiores volumes de arrecadação.

Ainda na Tabela 1, destaca-se a média 43,8808 da variável CONC1 – referente à proporção de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista. Dessa forma, observa-se a elevada concentração acionária do mercado brasileiro, fato esse reforçado pelas demais variáveis representantes da concentração de propriedade (CONC2 a CONC5), corroborando diversos estudos nacionais sobre a temática (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2016).

As variáveis TAM e ENDIV apresentaram, coeficientes de variação 0,0417 e 0,305, respectivamente, o que confirma uma homogeneidade da amostra quanto a esses atributos.

Almejando-se um nível mais alto de detalhamento da rentabilidade das empresas em períodos próximos à IPO, a Tabela 2 apresenta as médias do ROA da amostra dois anos antes e dois anos depois da operação. Os dados foram segregados por setor econômico, conforme metodologia de classificação adotada pela BM&FBovespa, para maior detalhamento nas análises.

Tabela 2 – Estatística descritiva do ROA das empresas da amostra, por setor

Setor	Construção e Transporte	Consumo Cíclico	Consumo não Cíclico	Financeiro e Outros	Materiais Básicos	Utilidade Pública
Nº de empresas	13	3	12	14	5	8
2 anos antes da IPO	0,0786	0,1144	0,0551	0,0260	0,0467	0,0212
1 ano antes da IPO	0,0659	0,1181	0,0327	0,0650	0,0882	0,0689
Média antes da IPO	0,0722	0,1162	0,0439	0,0455	0,0674	0,0451
1 ano depois da IPO	0,0462	0,0514	0,0077	0,0430	0,0052	0,0388
2 anos depois da IPO	0,0643	0,0441	0,0055	0,0369	-0,0157	0,0671
Média depois da IPO	0,0553	0,0478	0,0066	0,0400	-0,0053	0,0530
ΔDESEMP – ROA	-0,0169	-0,0684	-0,0373	-0,0055	-0,0727	0,0079

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 2, confere-se, no geral, uma redução do desempenho no momento pós-IPO, quando o valor médio geral do ROA de cada setor diminui ao se comparar a média antes da IPO com a média depois da IPO, corroborando os resultados apresentados por Biral (2010), em que se verificou uma diminuição no valor do desempenho, medido pelo ROA, no período pós-IPO das empresas que realizaram a operação no período de 2003 a 2008.

Ainda segundo a Tabela 2, Utilidade Pública foi o único setor que, ao contrário dos demais, apresentou evolução no valor do desempenho com base no ROA, assim como no estudo de Bastos, Pinto e Klotzle (2014), em que se observou que as empresas desse setor apresentaram maior retorno pós-IPO, em comparação com os demais.

Na mesma linha de raciocínio, a Tabela 3 explicita as médias do ROE das empresas da amostra, por setor, dois anos antes e dois anos depois da IPO.

Tabela 3 – Estatística descritiva da variável ROE das empresas da amostra, por setor

Setor	Construção e Transporte	Consumo Cíclico	Consumo não Cíclico	Financeiro e Outros	Materiais Básicos	Utilidade Pública
Nº de empresas	13	3	12	14	5	8
2 anos antes da IPO	0,0455	0,0352	0,1103	0,1262	0,1921	0,1182
1 ano antes da IPO	-0,0150	0,2263	0,1740	0,1618	0,0893	0,1675
Média antes da IPO	0,0153	0,1307	0,1422	0,1440	0,1407	0,1428
1 ano depois da IPO	0,1784	-0,0034	0,0593	0,0886	-0,0199	0,0918
2 anos depois da IPO	0,0400	-0,0568	0,0783	0,0502	-0,1106	-0,0519
Média depois da IPO	0,1092	-0,0301	0,0688	0,0694	-0,0652	0,0199
ΔDESEMP - ROE	0,0939	-0,1608	-0,0734	-0,0746	-0,2059	-0,1229

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto ao exposto na Tabela 3, nota-se, assim como ocorreu com o ROA (Tabela 2), também uma redução do desempenho ao se comparar o valor médio do ROE do período pré-IPO, com o do período pós-IPO, com exceção do setor Construção e Transporte.

Diante disso, o presente estudo levanta indícios de prática de gerenciamento de resultados das empresas em períodos próximos à IPO, haja vista que tais empresas exibem melhor desempenho para o mercado antes da IPO, e, por conseguinte, pioram seus resultados posteriormente, corroborando os resultados apresentados por Domingos (2014).

No sentido de detectar problemas de multicolinearidade entre as variáveis, a Tabela 4 apresenta a matriz de correlação respectiva.

Tabela 4 – Matriz de correlação das variáveis do modelo

VARIÁVEL	Δ ROA	Δ ROE	CONC1	CONC2	CONC3	CONC4	CONC5	TAM	ENDIV
Δ ROA	1,0000								
Δ ROE	0,2359	1,0000							
CONC1	-0,1483	0,0549	1,0000						
CONC2	-0,1563	0,1089	0,8810	1,0000					
CONC3	-0,1500	0,0991	0,7889	0,9669	1,0000				
CONC4	-0,1180	0,1124	0,6856	0,8905	0,9685	1,0000			
CONC5	-0,0622	0,1226	0,5968	0,8139	0,9149	0,9806	1,0000		
TAM	0,3413	0,1989	-0,0036	0,1640	0,1730	0,1386	0,1361	1,0000	
ENDIV	0,0720	-0,1610	0,0102	0,0235	-0,0163	-0,0361	-0,0427	0,4108	1,0000

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 4, observa-se uma correlação negativa da variável Δ ROA, e positiva da variável Δ ROE, em relação às cinco variáveis de concentração de propriedade das empresas da amostra. Resultados similares são expostos por Garcia e Martins (2015) e Kaveski et al. (2015). Uma possível explicação para o fato pauta-se no pressuposto de que a empresa com estrutura de propriedade mais concentrada sinalizaria para o mercado mais problemas de agência, consequentemente captando menos recursos de capital próprio após a IPO, gerando, dessa forma, um ROE maior. Por outro lado, devido aos custos de financiamento de capital de terceiros, o ROA tenderia a diminuir.

Sobre o mesmo pressuposto, as empresas com concentração de propriedade mais pulverizada conseguiriam captar mais recursos próprios, elevando seu Patrimônio Líquido e, consequentemente, diminuindo seu ROE, ao passo que, com menos custos de financiamento, o ROA tenderia a aumentar.

Após as estatísticas descritivas, realizou-se a regressão múltipla por meio de sete *steps*, de forma a atender ao objetivo geral do estudo. A Tabela 5 apresenta os resultados das estimações dos modelos.

Tabela 5 – Regressão Múltipla Hierarquizada por sete *steps*

Modelo 1: $\Delta ROA_i = \beta_0 + \beta_1 ENDIV_i + e_i$							
Modelo 2: $\Delta ROA_i = \beta_0 + \beta_1 ENDIV_i + \beta_2 TAM_i + e_i$							
Modelo 3: $\Delta ROA_i = \beta_0 + \beta_1 CONC1_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 ENDIV_i + e_i$							
Modelo 4: $\Delta ROA_i = \beta_0 + \beta_1 CONC2_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 ENDIV_i + e_i$							
Modelo 5: $\Delta ROA_i = \beta_0 + \beta_1 CONC3_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 ENDIV_i + e_i$							
Modelo 6: $\Delta ROA_i = \beta_0 + \beta_1 CONC4_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 ENDIV_i + e_i$							
Modelo 7: $\Delta ROA_i = \beta_0 + \beta_1 CONC5_i + \beta_2 TAM_i + \beta_3 ENDIV_i + e_i$							
Modelos	1	2	3	4	5	6	7
R^2	-	-	-	-	-	0,1701	-
R^2 Ajustado	0,0052	0,0883	0,931	0,1213	0,1213	0,1213	0,0853
Prob. > F	0,618	0,033	0,046	0,023	0,022	0,036	0,057

Constante	-3,8076	-59,6801(*)	-57,7848(***)	-62,2700(**)	-62,2170(***)	-60,3640(*)	-59,9472(**)
ENDIV	0,0234	-0,0266	-0,0259	-0,0305	-0,0344	-0,0331	-0,0313
TAM		0,5209(**)	0,5189(**)	0,5782(**)	0,5884(***)	0,5665(*)	0,5519(***)
CONC 1			-0,0004				
CONC 2				-0,0006(*)			
CONC 3					-0,0007(*)		
CONC 4						-0,0005	
CONC 5							-0,0004

(*) Nível de significância de 10%; (**) Nível de significância de 5%; (***) Nível de significância de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 5, os modelos estimados são significantes, à exceção do Modelo 1, sugerindo um bom ajustamento dos dados.

No que tange à capacidade preditiva dos modelos, observa-se um aumento no R^2 das estimações de 0,0831 ao se adicionar a variável TAM. Da mesma forma, o coeficiente de determinação é incrementado ao se embutir a variável CONC1, podendo-se, dessa forma, notar que as variáveis TAM e CONC possuem poder explicativo para determinação da variação de desempenho.

No tocante à significância das variáveis independentes relacionadas à concentração de propriedade, observa-se que a variável é significativa apenas nos modelos 4 e 5, em que a concentração é mensurada pela proporção de ações com direito a voto dos dois e dos três principais acionistas, respectivamente. No entanto, ao se elevar os níveis de concentração para os quatro e cinco principais acionistas, a variável não se mostra significativa para explicar a variação do desempenho nas empresas antes e depois da IPO. Tais resultados alinham-se aos achados de diversos estudos (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2016; GÁRCIA-MECA; SÁNCHEZ-BALLESTA, 2011), que, respaldados na Teoria da Agência, apresentam indícios de uma relação quadrática entre a concentração e o desempenho nas empresas. Por essa ótica, a concentração de propriedade favorece o desempenho nas empresas com a soma do primeiro, segundo e terceiro acionistas, quando, então, perde seu poder de explicação.

Nesse sentido, e ainda com base na Tabela 5, faz-se mister frisar que o impacto da concentração da variável concentração de propriedade nos modelos 4 e 5, em que esta se revela significativa, é negativo sobre a variável dependente Δ ROA. Dessa forma, sugere-se que as empresas de capital mais pulverizado tendem a apresentar menos prejuízos após a IPO, do que as empresas em que a concentração de capital é maior, corroborando os resultados de Crisóstomo e Pinheiro (2016) e García-Meca e Sánchez-Ballesta (2011).

De forma similar à Tabela 5, as estimações foram realizadas tomando-se como variável dependente a média da variação do ROE nas companhias dois anos antes e dois depois da IPO. Os resultados – não reportados no presente estudo – demonstram que nenhuma das cinco variáveis independentes representantes da concentração de propriedade se apresentou de forma significativa para explicar a variação da variável dependente Δ ROE.

Dessa forma, observa-se uma influência negativa e significativa da concentração de propriedade apenas sobre o ROA, não sendo possível detectar tal influência sobre a variação do ROE, alinhando-se tais resultados a recentes estudos nacionais que apontam resultados similares (CAMPOS, 2006; GARCIA; MARTINS, 2015; KAVESKI et al., 2015; POLITELO; CUNHA, 2014).

5 CONCLUSÃO

O estudo teve como objetivo geral investigar a influência da concentração de propriedade na variação de desempenho nas empresas listadas na BM&FBovespa, antes e depois da implementação de IPO. Desse modo, com o desígnio de atingir tal objetivo,

realizou-se uma pesquisa quantitativa, a partir de dados secundários coletados na Economatica®, nas Demonstrações Financeiras Padronizadas e em informações disponíveis no *website* da BM&FBovespa. Com isso, chegou-se a uma amostra de 55 empresas que realizaram IPO entre 2004 e 2015.

Inicialmente, os dados das empresas sugerem que, no geral, o desempenho medido pelo ROA diminui após a IPO, exceto nas companhias do setor Utilidade Pública. Assim como para o ROA, também ocorre uma redução do desempenho, comparando-se o valor médio do ROE do período anterior à IPO com o período posterior, com exceção do setor Construção e Transporte.

A fim de se investigar a influência da concentração de propriedade na variação de desempenho nas empresas em períodos de IPO, tomou-se como variável dependente a variação do desempenho antes e depois da IPO, medido pelo ROA e pelo ROE. Como variável independente, empregou-se a concentração de propriedade nas firmas no exercício anterior mais próximo antes da IPO. Foram ainda selecionadas duas variáveis de controle – tamanho (TAM) e endividamento (ENDIV).

Nesse escopo, empregaram-se alguns testes estatísticos, como modelo de regressão múltipla, testes de correlação de variáveis, além da análise descritiva dos dados. Desse modo, e de acordo com a análise descritiva, verificou-se uma variação negativa entre as variáveis dependentes (Δ ROA e Δ ROE) no momento pós-IPO. No que tange à correlação entre concentração de propriedade e desempenho, observou-se uma relação negativa entre as variáveis Δ ROA e concentração de propriedade, e positiva entre Δ ROE e concentração de propriedade. Alinhando-se aos resultados das estatísticas descritivas e dos coeficientes de correlação, os resultados das regressões múltiplas apontaram uma influência negativa e significativa da concentração de propriedade sobre a Δ ROA, ao passo que nenhuma influência foi detectada sobre a variação da variável Δ ROE.

A correlação negativa e positiva da concentração de propriedade com as variáveis Δ ROA e Δ ROE, respectivamente, poder-se-ia justificar pelo incremento do Patrimônio Líquido de empresas que em períodos próximos à IPO apresentam capital mais pulverizado. Dessa forma, as empresas mais concentradas, em que os custos de conflitos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários estariam mais presentes, teriam menos incrementos em seus recursos próprios, e, concomitantemente, gerariam níveis mais altos de ROE, ao passo que, devido aos custos de financiamento de capital de terceiros, advindos da não captação de recursos próprios, o ROA tenderia a ser menor.

Portanto, com base nas empresas da amostra que realizaram IPO no período de 2004 a 2015, observa-se que, de fato, há uma influência estatisticamente significativa da concentração de propriedade em momentos próximos à IPO sobre a variação do desempenho das companhias antes e depois da IPO, mensurado pelo ROA, não se constatando tal influência sobre o ROE.

Destarte, os achados da pesquisa contribuem para a ampliação da literatura que trata de IPO, no que diz respeito a concentração de propriedade e desempenho nos momentos anterior e posterior à IPO, haja vista que as pesquisas que abordam o tema ainda são escassas na atual agenda de produção científica brasileira. Ademais, alerta para os custos de agência oriundos da concentração de propriedade e o seu reflexo no desempenho empresarial.

Para pesquisas posteriores, vislumbra-se a inclusão de outros índices de desempenho que possam melhor explicar a sua relação com a concentração de propriedade. Nesse sentido, sugere-se ainda a realização de estudos *cross-countries*, envolvendo o Brasil e outros países, na perspectiva de melhor entender os impactos oriundos do ambiente institucional e contextos culturais distintos sobre concentração de propriedade e desempenho.

REFERÊNCIAS

ABDULLAH, W. A. W.; PERCY, M.; STEWART, J. Determinants of voluntary corporate governance disclosure: evidence from islamic banks in the southeast Asian and the gulf cooperation council regions. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 11, n. 3, p. 262-279, 2015.

AL-SHAMMARI, H. A.; O'BRIEN, W. R.; ALBUSAIIDI, Y. H. Firm internationalization and IPO firm performance: the moderating effects of firm ownership structure. **International Journal of Commerce and Management**, v. 23, n. 3, p. 242-261, 2013.

ALDRIGHI, D. M.; AFONSO, L.; SANTOS, A.; CAPPARELLI, G. As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS CENTROS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA, 38., 2010, Salvador. **Anais...** Salvador: Anpec, 2010.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2012.

ANDRADE, L. P. **Governança corporativa: estrutura dos conselhos de administração e sua relação com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto**. 2008. 98 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, MG, Brasil, 2008.

AZOFRA, V.; SANTAMARÍA, M. Ownership, control, and pyramids in Spanish commercial banks. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 6, p. 1464-1476, 2011.

BASTOS, R. M. de P.; PINTO, A. C. F.; KLOTZLE, M. C. Desempenho pós-IPO de empresas investidas por private equity no Brasil: uma abordagem setorial. In: SEMEAD – SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 17., 2014, São Paulo. **Anais...** São Paulo: 2014.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BIRAL, R. A. F. **A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas? Evidência da onda de IPOs 2004-2008**. 2010. 50 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia de Empresas) – Escola de Economia de São Paulo, Faculdade Getúlio Vargas, São Paulo.

BOONCHUAYMETTA, E.; CHUANROMMANEE, W. Management of the IPO performance in Thailand. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 23, p.273-284, 2013.

BRAAM, G. J. M.; WEERD, L. U.; HAUCK, M.; HUIJBREGTS, M. A. J. Determinants of corporate environmental reporting: the importance of environmental performance and assurance. **Journal of Cleaner Production**, v. 19, n. 12, p. 1306-1314, 2016.

BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **Review of Economic Studies**, v. 47, n. 1, p. 239-253, 1979.

BRUTON, G. D.; FILATOTCHEV, I.; CHAHINE, S.; WRIGHT, M. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 5, p. 491-509, 2010.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

COSTA FILHO, J. C. B.; VIANA JUNIOR, D. B. C.; DOMINGOS, S. R. M.; PONTE, V. M. R. Endividamento e qualidade da governança corporativa nas companhias listadas na BM&FBovespa. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – ANPCONT, 10., 2016, Ribeirão Preto. **Anais...** Ribeirão Preto.

CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S. The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. **Review of Business Management**, v. 17, n. 55, p. 987-1006, 2015.

CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2016.

DEMSETZ, H.; VILLALONG, B. Ownership Structure and Corporate Performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-33, 2001.

DOMINGOS, S. R. M. **Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações**. 2014. 86 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) –Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza.

FAHLENBRACH, R.; STULZ, R. M. Managerial ownership dynamics and firm value. **Journal of Financial Economics**, v. 92, n. 3, p. 342-361, 2009.

FAROOQ, O.; ZAROAULI, I. Financial centers and ownership concentration: when is ownership concentration value relevant? Evidence from an emerging market. **Research in International Business and Finance**, v. 38, p. 236-245, 2016.

FOLEY, C. F.; GREENWOOD, R. The evolution of corporate ownership after IPO: the impact of investor protection. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 1231-1260, 2010.

GARCIA, I. A. S.; MARTINS, O. S. Estruturas de propriedade e controle e o desempenho das companhias abertas não financeiras no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 7, n. 2, p. 110-126, 2015.

GARCÍA-MECA, E.; SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. Firm value and ownership structure in Spanish capital market. **Corporate Governance**, v. 11, n. 1, p. 41-53, 2011.

GRAY, D. E. **Pesquisa no mundo real**. 2. ed. Porto Alegre: Penso, 2012.

GAUR, S. S.; BATHULA, H.; SINGH, D. Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework. **Management Decision**, v. 53, n. 5, p. 911-931, 2015.

GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B. B. Insider ownership, ownership concentration and investment performance: an international comparison. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 688-705, 2008.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

HELWEGE, J.; PIRINSKY, C.; STULZ, R. M. Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 3, p. 995-1028, 2007.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. **Administração estratégica**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

HOFFMANN, R.; BORTOLUZZO, A. B.; MACHADO, S. J. Impacto da estrutura de propriedade e do nível de governança corporativa no ajuste parcial de preços em um IPO. **Revista de Economia e Administração**, v. 12, n. 1, p. 56-74, jan./mar. 2013.

JAIN, B. A.; KINI, O. The post-issue operating performance of IPO firms. **Journal of Finance** v. 49, n. 5, p. 1699-1726, 1994.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JI, X.; LU, W.; QU, W. Determinants and economic consequences of voluntary disclosure of internal control weaknesses in China. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 11, n. 1, p. 1-17, 2015.

KAVESKI, I. D. S.; DEGENHART, L.; VOGT, M.; DIAS JUNIOR, J. B. B. Estrutura de propriedade e desempenho empresarial: uma análise em empresas familiares listadas na BM&FBovespa. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 3, n. 8, p. 65-81, 2015.

KIM, K.; KITSABUNNARAT, P.; NOFSINGER, J. R. Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 3, p.355-381, 2004.

KURTARAN, A.; ER, B. The post-issue operating performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul stock exchange. **Investment Management and Financial Innovations**, v. 5, n. 4, p. 50-62, 2008.

KUTSUNA, K.; OKAMURA, H.; COWLING, M. Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of Jasdaq companies. **Pacific Basin Finance Journal**, v. 10, n. 2, p.163-181, 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p.3-27, 2000.

LEECH, D.; LEAHY, J. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. **The Economic Journal**, v. 101, n. 409, p. 1418-1437, 1991.

LI, K.; LU, L.; MITTOO, U. R.; ZHANG, Z. Board independence, ownership concentration and corporate performance: Chinese evidence. **International Review of Financial Analysis**, v. 41, p. 165-175, 2015.

MAUER, D. C.; WANG, S.; WANG, X.; ZHANG, Y. Global diversification and IPO returns. **Journal of Banking & Finance**, v. 58, p.436-456, 2015.

MIKKELSON, W. H.; PARTCH, M. M.; SHAH, K. Ownership and operating performance of companies that go public. **Financial Economics**, v. 44, n. 3, p. 281-307, 1997.

MINGOTI, S. A. **Análise de dados através de métodos de estatística multivariada**: uma abordagem aplicada. Belo Horizonte: UFMG, 2005.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1-2, p. 293-315, 1988.

MUTTAKIN, M. B.; KHAN, A. Determinants of corporate social disclosure: empirical evidence from Bangladesh. **Advances in Accounting**, v. 30, n. 1, p. 168-175, 2014.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

POLITELO, L.; CUNHA, P. R. Estrutura de propriedade como dimensão da governança corporativa e sua relação com o desempenho das empresas familiares. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 14., 2014, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2014.

PWC (2016). **Abertura de capital: IPO**. Disponível em: <<http://www.pwc.com.br/pt/servicos/mercado-capitais/abertura-capital-ipo.html>>. Acesso em 31 maio 2016.

RAUDENBUSH, S. W.; BRYK, A. S. **Hierarchical linear models**: applications and data analysis methods. London: Sage Publications, 2002.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. Influência da estrutura de propriedade na eficiência das menores e maiores empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-19, 2013.

STEFFEN, H. C.; ZANINI, F. A. M. Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 23, n. 59, p. 102-115, 2012.

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 29-44, 2011.

WANG, C. Ownership and operating performance of Chinese IPOs. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 7, p. 1835-1856, 2005.

WANG, X.; CAO, J.; LIU, Q.; TANG, J.; TIAN, G. G. Disproportionate ownership structure and IPO long-run performance of non-SOEs in China. **China Economic Review**, v. 32, p.27-42, 2015.

WHITE, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroskedasticity. **Econometrica**, v. 48, n. 4, p. 817-838, 1980.